

القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالتميز الزمني للنقود.
2. إدراك علاقة الفائدة بتقييم المردود المستقبلي.
3. التعامل مع الفوائد البسيطة والمركبة.

يتم اتخاذ القرارات المالية على أساس المقارنة بين التدفقات النقدية الصادرة والواردة. ولكي تكون عملية المقارنة منطقية وذات فائدة، يجب الأخذ بالاعتبار لعامل الزمن. يعود الاهتمام بعامل الزمن إلى اختلاف توقيت التدفقات، وبالتالي يجب ارجاع قيمة التدفقات إلى نقطة زمنية واحدة. ويفضل المستثمر أو المدير المالي، التدفقات التي تحصل في وقت مبكر على مثيلاتها من التدفقات التي تحصل في المستقبل، وهذا ما يشار إليه على أنه "تفضيل زمني للنقود" Time Preference for money.

يعود سبب التفضيل الزمني للنقود، إلى توفر فرصة استثمار هذه التدفقات التي يجري استلامها في وقت مبكر، والحصول على عوائد هذا الاستثمار، وهو أمر لا يتوفر في التدفقات النقدية المستقبلية. يجري التعبير عن التفضيل الزمني للنقود بما يسمى "معدل الخصم" Discount Rate أو معدل العائد. ويختلف معدل العائد بحسب توقعات حصول ذلك العائد من مستثمر إلى آخر. ولحساب القيمة الزمنية للنقود، نحن بحاجة إلى تطوير أدوات نستطيع من خلالها تقييم المردود النقدي الذي يتحصل في المستقبل بمعيار اليوم. وبهذا الصدد يوجد أسلوبان للقيام بذلك هما:

- (1) الفوائد(العوائد المركبة)؛
- (2) معدل الخصم.

الفائدة البسيطة والمركبة

عند القيام بحساب الفوائد على أساس المبلغ الأولي، معنى ذلك أن الحديث يتم عن الفائدة البسيطة. وتحسب الفوائد غالباً على أساس الفائدة المركبة Compounding، بمعنى إعادة استثمار الفائدة.

مثال 1: قام أحد المستثمرين بإيداع مبلغ /1000/ دولار لمدة سنة وبمعدل فائدة سنوية (7%).

$$\text{الفائدة في نهاية السنة الأولى: } \$70 = 7\% \times 1000$$

$$\text{المبلغ المودع في نهاية المدة: } \$1070 = 70 + 1000$$

مثال 2: في حال أن المستثمر السابق قد قام بإيداع المبلغ لثلاث سنوات، بنفس معدل الفائدة، عندها يمكن حساب المبلغ المودع في نهاية المدة كالتالي:

$$\text{الفائدة في نهاية السنة الأولى: } \$70 = 7\% \times 1000$$

$$\text{المبلغ المودع في نهاية السنة الأولى: } \$1070 = 70 + 1000$$

$$\text{الفائدة في نهاية السنة الثانية: } \$74.9 = 7\% \times 1070$$

$$\text{المبلغ المودع في نهاية السنة الثانية: } \$1144.9 = 74.9 + 1070$$

$$\text{الفائدة في نهاية السنة الثالثة: } \$80.143 = 7\% \times 1144.9$$

$$\text{المبلغ المودع في نهاية المدة: } \$1225.043 = 80.143 + 1144.9$$

الفوائد (العوائد المركبة)

يصبح العائد مركبا في حال إضافته إلى المبلغ الأصلي المستثمر. وتصبح الفوائد مركبة في حال أضفنا قيمة الفوائد السنوية التي نحصل عليها إلى المبلغ الأصلي، وذلك في نهاية كل عام. ويقصد بالمبلغ الأصلي، ذلك المبلغ الذي تحسب الفوائد على أساسه Principal.

مثال 3. أودع شخص ما مبلغ 1000 ليرة في حساب توفير لدى أحد البنوك بفائدة قدرها 5%، أوجد المبلغ في نهاية السنة الثالثة.

الصيغة المستخدمة في حساب القيمة المستقبلية هي التالية:

$$FV_n = P_0 (1+i)^n$$



وفي حال كان عدد السنوات n كبيرا ، نستخدم الجداول لحساب $(1+i)$.

المبلغ في نهاية المدة = المبلغ الأصلي $(1 + \text{معدل الفائدة})^{\text{عدد السنوات}}$

المبلغ في نهاية السنة الثالثة = $1000(1+0.05)^3 = 1157.625$ ليرة.

القيمة المستقبلية Future Value

الأهداف التعليمية:

1. فهم العلاقة بين معدل الفائدة والقيمة المستقبلية.
2. التعامل مع الفائدة المركبة شبه السنوية.
3. إدراك مدلول وطريقة حساب القيمة المستقبلية.

يلزمنا عند حساب الفوائد المركبة أن نأخذ بالاعتبار مسألة التجانس بين وحدات القياس، أي الفائدة والمدة. بمعنى أنه عند الحديث عن معدل فائدة سنوي، مثلا، فإن الزمن المأخوذ بالاعتبار هنا، هو السنة المكونة من (12) شهرا.

ويمكننا الوصول إلى النتيجة المذكورة في المثال رقم (2) في المبحث السابق، بإستخدام الصيغة التالية:

$$V_n = V_0(1 + r)^n$$

حيث: V_n هي القيمة في نهاية الفترة " n "، " r " هي معدل الفائدة و V_0 تمثل القيمة في بداية الفترة. إن الصيغة أعلاه هي نفس صيغة القيمة المستقبلية التالية:

$$FV = PV(1 + r)^n$$

ويمكننا تطبيقها على المثال المذكور أعلاه كما يلي:

$$V_n = 1000(1 + 0.07)^3$$

ويجدر التنويه هنا، إلى أن هناك علاقة طردية بين معدل الفائدة والقيمة المستقبلية. فكلما ارتفع معدل الفائدة زادت القيمة المستقبلية، وكلما انخفض معدل الفائدة انخفضت القيمة المستقبلية. وكما أن العلاقة طردية بين معدل الفائدة والقيمة المستقبلية، فإن العلاقة بين القيمة المستقبلية وتاريخ الاستحقاق تبدو طردية أيضا. بمعنى أنه كلما طال أجل الاستحقاق ترتفع القيمة المستقبلية، والعكس صحيح، فكلما قصر أجل الاستحقاق تنخفض القيمة المستقبلية.

الفائدة المركبة شبه السنوية

(كل ستة أشهر) أو ربعية (كل ثلاثة أشهر)

تقوم الأوعية الادخارية، مؤسسات الاقراض والمصارف بحساب الفائدة المركبة على أساس ربعي (كل 3 أشهر) أو حتى يومي. وتقوم طريقة حساب الفائدة المركبة على نفس صيغة حسابها على أساس سنوي. فعندما نستثمر الأموال التي لدينا لمدة خمس سنوات مثلا، وبفائدة 8% مركبة شبه سنوية، هذا يعني أننا في الحقيقة نستثمر أموالنا لعشر فترات، مدة كل منها هي 6 أشهر، حيث نتلقى 4% فائدة عن كل فترة. ولو كانت الفائدة مركبة على أساس ربعي (3 أشهر)، فهذا يعني أننا نتلقى 2% فائدة على مدى 20 فترة، كل منها 3 أشهر. وإذا استثمرنا \$100 بفائدة 10%، فسنحصل على 5% في حال كانت الفائدة تحسب على أساس شبه سنوي (كل 6 أشهر). ويمكن ببساطة التعميم، فيكون لدينا الصيغة التالية:

$$F_v = P_v \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{m.n}$$

حيث: m هو عدد مرات احتساب الفائدة سنويا؛ i سعر الفائدة أو سعر الخصم.

مثال 4. إذا وضعنا مبلغ \$100 في حساب ادخار يعطي فائدة (مردودا) 12% مركبة على أساس ربعي (كل 3 أشهر)، فكم سيصبح المبلغ المستثمر في نهاية السنة الخامسة؟

$$Fv_5 = 100 \left(1 + \frac{0.12}{4}\right)^{4.5} = 100(1 + 0.3)^{20} = 100(1.806) = \$180.60$$

إذا، في نهاية السنة الخامسة سيصبح المبلغ مساويا 180.60 دولار.

• **ملاحظة: قد تختلف النتيجة في حال استخدام الجداول (جداول القيمة الحالية)، عنها في حال**

الحساب المباشر، والاختلاف ناجم عن التركيب للفائدة، وهذا الاختلاف ضئيل.

مثال 5. ماهي القيمة الحالية لمبلغ \$100 تستلم بعد 10 سنوات من الآن، إذا كان معدل الخصم هو 6%؟

- إذا رجعنا إلى جداول القيمة الحالية وبحثنا عن عدد السنوات $n=10$ أي الصف 10، وعن سعر

الفائدة 6% في الأعمدة، سنجد مثلا القيمة التالية: 0.558

- نبدل في الصيغة السابقة: القيمة الحالية = $100(0.558) = \$55.80$ إذا، فالقيمة الحالية للدولارات

التي ستستلم بعد 10 سنوات هي 55.80 دولار.

القيمة الحالية Present Value

الأهداف التعليمية:

1. فهم العلاقة بين القيمة الحالية وتكلفة الفرصة البديلة.
2. إدراك العلاقة بين معدل الفائدة والقيمة الحالية.
3. التعامل مع القيمة الحالية لمجموعة تدفقات نقدية.

إذا أردنا حساب القيمة الحالية لمبلغ ما سيتم استلامه في المستقبل، أو تدفق معين سيحصل في فترة قادمة، يتوجب علينا أن نأخذ بالاعتبار لما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost. **مثال 6:** ما هو المبلغ المتوقع استثماره أو إيداعه حاليا للحصول على مبلغ /5000/ دولار بعد (10) سنوات من الآن، في حال كان معدل الفائدة هو 5%؟
- يمكننا الوصول إلى تحديد المبلغ باستخدام الصيغة السابقة كالتالي:

$$V_0 = 5000(1 + 0.05)^{-10}$$

في حال كان سعر معدل الفائدة مجهولا لدينا، فإنه يمكن الوصول إليه على الشكل التالي:

$$FV = PV(1 + r)^n \implies \frac{FV}{PV} = (1 + r)^n \implies r = \left(\frac{FV}{PV}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

ويمكن تحديد المدة باستخدام اللوغاريتم الطبيعي (النييري) كما يلي:

$$\ln a^b = b \ln a$$

$$\ln \frac{FV}{PV} = \ln(1 + r)^n \implies n \ln(1 + r) = \ln\left(\frac{FV}{PV}\right) \implies n = \frac{\ln\left(\frac{FV}{PV}\right)}{\ln(1+r)}$$

مثال 7: إذا قمنا بتوظيف مبلغ \$1000 حاليا يعطينا تقريبا \$1215.5 بمعدل فائدة 5%. ما هي المدة اللازمة؟

$$n = \frac{\ln\left(\frac{FV}{PV}\right)}{\ln(1+r)} = \frac{\ln\left(\frac{1215.5}{1000}\right)}{\ln(1+0,05)} = 4$$

وبافتراض أن الاستثمار سيستمر لخمس سنوات، إن معدل الفائدة سيكون تقريبا:

$$r = \left(\frac{1215.5}{1000}\right)^{\frac{1}{n}} - 1 = 4.03\%$$

ويجدر التنويه هنا أيضا، إلى أن هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة والقيمة الحالية. فكلما ارتفع معدل

الفائدة انخفضت القيمة الحالية، وكلما انخفض معدل الفائدة زادت القيمة الحالية. وكما أن العلاقة عكسية بين معدل الفائدة والقيمة الحالية، فإن العلاقة بين القيمة الحالية وتاريخ الاستحقاق تبدو عكسية أيضا. بمعنى

أنه كلما طال أجل الاستحقاق تنخفض القيمة الحالية ، والعكس صحيح، فكلما قصر أجل الاستحقاق زادت القيمة الحالية.

القيمة الحالية لمجموعة تدفقات نقدية

نحتاج عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لحساب القيمة الحالية لمجموعة من التدفقات النقدية التي نستلمها في أوقات مختلفة. وعند حساب القيمة الحالية لمجموعة التدفقات، من الضروري حساب القيمة الحالية لكل مبلغ نستلمه أو ندفعه في المستقبل، ومن ثم نقوم بجمع المبالغ.

مثال 8. ماهي القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية التالية، بافتراض أن سعر الفائدة هو 10%؟

السنة	التدفقات النقدية	معامل الخصم	القيمة الحالية
1	1000	0.909	909
2	2000	0.826	1652
3	3000	0.751	2253
4	4000	0.683	2732
5	5000	0.621	3105
			10651



القيمة الحالية (طريقة الخصم)

إن طريقة حساب القيمة الحالية لأية مبالغ معاكسة تماما لحساب قيمته المركبة، فعند حساب القيمة المركبة للمبلغ كانت قيمة المبلغ تتزايد بسبب إضافة الفوائد المركبة على المبلغ الأصلي. أم في حالة القيمة الحالي، فإنه سيتم استلام المبلغ في المستقبل وبالتالي فإن قيمته الحالية تكون أقل بسبب غياب الفوائد عليه. بمعنى آخر، فإن أي ليرة تستلم في المستقبل ستكون قيمتها أقل من الليرة المستلمة اليوم. إذا، بينما قمنا بتكريب الفوائد في حالة القيمة المستقبلية، فإننا نقوم بالخصم في حالة القيمة الحالية (طريقة الخصم)، ويسمى العائد المتحصل "معدل الخصم" أو "معدل إعادة الاستثمار" أو "تكلفة الفرصة البديلة" أو "تكلفة رأس المال".

مثال 9. لدى مستثمر فرصة لاستلام مبلغ 2100 ليرة بعد سنة واحدة من الآن، وبافتراض أن معدل الفائدة هو 5%، ماهو المبلغ الواجب استثماره الآن؟

الصيغة المستخدمة في حساب القيمة الحالية هي التالية:

$$Pv_n = Fv_n \left[\frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

أو: القيمة الحالية = القيمة المستقبلية $(1+i)^n$ / (1+ سعر الفائدة) عدد السنوات

المبلغ الواجب استثماره كالتالي: $2100 / (1+0.05) = 1.05 / 2100 = 2000$ ليرة.

إذا، فالقيمة الحالية لمبلغ 2100 ليرة يتم تسلمها بعد سنة من الآن هو 2000 ليرتقز

مثال 10. ماهي القيمة الحالية لمبلغ \$500 تستلم بعد 10 سنوات من الآن، إذا كان معدل الخصم هو 6%؟

$$Pv_{10} = 500 \left[\frac{1}{(1+0.06)^{10}} \right] = 500 \left(\frac{1}{1.791} \right)$$

تستخدم جداول القيمة الحالية لتسهيل عملية الحل كما هو مبين أعلاه.

$$= 500(0.558) = \$279$$

إذا، فالقيمة الحالية لمبلغ \$500 تستلم بعد 10 سنوات من الآن هو 279 دولار.

المبحث الأول

مفهوم الاستثمار، أهميته وأهدافه

Meaning of investment

الأهداف التعليمية:

1. توضيح مختلف المداخل إلى فهم عملية الاستثمار.
2. فهم أهمية الاستثمار وعناصر العملية الاستثمارية.
3. معرفة خصائص الاستثمار وأهدافه.

1-1-1 مفهوم الاستثمار

يمكن تعريف الاستثمار بطرق عدة، استناداً إلى مختلف المبادئ والنظريات. وفي هذا الإطار، فقد يدل الاستثمار، على أية أصول مادية أو ملموسة، من مثل المباني أو الآلات والمعدات. ومن الناحية الاقتصادية، يمثل الاستثمار، شراء للسلع التي لا تستهلك اليوم، بل يتم استخدامها لخلق ثروة مستقبلاً. وفي المجال المالي، يفهم من الاستثمار، شراء الأصل المالي بدافع أن هذا الأصل، سيوفر دخلاً في المستقبل، أو سيتم بيعه في وقت لاحق بسعر أعلى، وتحقيق الربح. ويشكل تحديد مفهوم الاستثمار، قضية متشابكة ومثيرة للجدل من ناحية اقتصادية ومالية. غير أنه في الواقع العملي، يمكننا البت بأن الاستثمار يمثل، عملية تغيير وتنمية للثروة الأولية، أو كما يؤكد ستيجليتز ووالش J. E. Stiglitz, C. E. Walsh، بأن الاستثمار هو في واقع الأمر " شراء أصل ما، على أمل تحقيق ربح"¹.

لقد تطور مفهوم الاستثمار مع الوقت، نتيجة لتطور الممارسة الاجتماعية والاقتصادية، وكذلك بفعل القفزات التي حصلت على المستوى المفاهيمي. وقد كرست الأدبيات المتخصصة، مجموعة واسعة جداً من التعاريف. وتنقسم التعاريف المتخصصة إلى فئتين رئيسيتين:

- **التعاريف التقليدية أو الضيقة**، حيث تربط مفهوم الاستثمار بحياسة أصول جديدة، ويطلق عليه الاستثمار الرأسمالي؛

- **التعاريف الحديثة أو الواسعة**، حيث توسع نطاق مفهوم الاستثمار، ليشمل الاستثمار المالي. وبغض النظر عن التعاريف الواسعة أو الضيقة المقدمة، لمقاربة مفهوم الاستثمار، إلا أنه يوجد بعض الخطوط الشاملة المتفق على أنها، تحدد الاستثمار، وهي:

¹ . Joseph E. Stiglitz, Carl E. Walsh, 2005- Economics ,W. W. Norton & Company, Inc., New York, p. 672.

- 1) يقوم أي استثمار، على بذل جهد معين، يؤدي إلى استخدام للموارد، على أمل تحقيق زيادة في الأرباح أو توقع معدل عائد مستقبلي أعلى، وقد يتولد عنه تأثير ما يطلق عليه "المضاعف"؛
- 2) يقتضي أي استثمار، رصد أو تخصيص مؤقت، لقدمعين من الموارد الحالية (المادية، المالية والبشرية)؛
- 3) ينطوي أي استثمار، على إنفاق النقود أو (الكاش)، سواء على الأصول الحقيقية أو المالية، من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية.

الإطار رقم (1-1-1). تعتمد عوائد الاستثمار جميعها، بدرجات متفاوتة، على الأحداث المستقبلية، سواء تحصلت تلك العوائد من الاستثمار بالأسهم العادية أو بالماس النادر كما يقول ب. مالكييل B. G. Malkiel¹، ويردّف مؤكداً على أن الاستثمار مقامرة، يعتمد نجاحها في القدرة على التنبؤ بالمستقبل. لقد اعتمدت مقاربات أو نظريات مختلفة في تقييم الأصول والاستثمار، لعل أهمها المقاربة القائمة على فكرة القيمة الجوهرية (الحقيقية) للأداة الاستثمارية، وهي تساوي كما يقول جون ب. وليامس John B. Williams، القيمة الحالية أو المخصومة لكل التوزيعات المستقبلية. وتركز المقاربة الأخرى على نفسية الحشود في السوق، بمعنى أنه يتواجد دوماً من هو مستعد لدفع سعر أعلى. ويطلق على هذه المقاربة، "قلعة في الهواء" اعتماداً على تعبير كان قد أطلقه كينز J.M.Keynes.

لقد تتبّع كينز J.M.Keynes ظاهرة المدلول المالي لمفهوم الاستثمار وناقشها. ويرى كينز، أن استبدال مبلغ نقدي حالي محدّد، بدخل أعلى مأمول مستقبلاً، ممكن فقط، إذا حدث قبلها عملية تراكم ووفر². وكما يكتب فريدمان M. Friedman عن مفهوم الاستثمار عند كينز بأنه "الإضافة الحالية على التجهيزات الرأسمالية، الناجمة عن النشاط الإنتاجي للفترة المعنية"³. لقد تضمّن تعريف الاستثمار من قبل المجموعة التفاوضية بشأن الاتفاق المتعدد الأطراف لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD، أي نوع من الأصول، المملوكة أو المدارة، بشكل مباشر أو غير مباشر، من قبل المستثمر، وتتضمن: المشروع أو المنشأة؛ الحصص، الأسهم أو غيرها من أشكال المشاركة في رأس مال المشروع أو المنشأة؛ السندات، سندات الدين وغيرها....⁴

¹ Burton G. Malkiel, 1999 - Random walk down Wall Street, W. W. Norton & Company, Inc. pp.29-31.

² Keynes, J.M. (2003) - *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Book II: Definitions and Ideas, ch.7.

Based on: J. M. Keynes "The General Theory of Employment" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, No. 2 (Feb., 1937), pp. 209-223

³ Milton Friedman, Spring 1997 - "John Maynard Keynes", Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, Volume 83/2, p.9.

⁴ Organization for Economic Co-operation and Development, 29 February 1996, Negotiating Group on the Multilateral Agreement on Investment (MAI): OECD website: www.oecd.org/daf/investment

مما سبق ذكره، يتبين بأن الاستثمار يمثل توظيفا للمال، ويهدف إلى تحقيق العائد أو الدخل أو الربح. ويقتضي تخصيص أو رصد الأموال، التضحية sacrifice، بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، لغرض تحقيق إشباع أكبر مستقبلا، أو الحصول على مكافأة مستقبلية future reward، تكون تعويضا عن التضحية بالمنفعة الحالية. ويجدر الإشارة في هذا السياق، إلى أن رصد الأموال من قبل المستثمر، لفترة معينة من الزمن، واقتناء الأصل أو الأصول والاحتفاظ بها طوال الفترة، إنما تتم بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية تعوضه عن:

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تم التخلي عنها؛
- الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية لتلك الأموال بفعل التضخم؛
- المخاطرة risk الناتجة عن احتمال عدم تحقق التدفقات المتوقعة.

وبخصوص التعويض عن تحمل المخاطرة، فإنه كما يقول ي. فاما E. F. Fama: "... برغم ذلك، فإن المستثمر، ليس كالأحصائي، فهو لا يستطيع تجاهل احتمال حصول تغيرات كبيرة، وذلك قبل القيام برصد أمواله. وطالما اتخذ قراره في الاستثمار، يتوجب عليه أخذ تأثيرات تلك التغيرات على ثروته بالاعتبار".¹ ويؤكد ب. مالكييل B. G. Malkiel "... للمخاطرة مقابل، هو المكافأة...".² وفي عودة مرة أخرى إلى فكرة أن الاستثمار يمثل تضحية، بمعنى أنه حرمان وانتظار، لقاء مكافأة مستقبلية قد لا تتحقق، فالمستثمر:

- يضحى بالمنفعة الحالية من الأموال التي رصدها أو بذلها، دون أن يكون متأكدا من عودتها إليه. فهو، أي المستثمر، يمتنع عن الاستمتاع بدخله وأمواله، ويحرم نفسه من هذه المنفعة في سبيل الحصول على منفعة أكبر لاحقا؛
- وعلى اعتبار أن الاستثمار يحتاج إلى فترة زمنية معينة لكي يعطي المكاسب المأمولة، فإن عوائد الاستثمار ليست حالية بل مستقبلية، ويمثل الاستثمار في هذه الحالة، انتظارا.

وكما يتبين مما سبق قوله أعلاه، فإن المكافأة عن الحرمان والانتظار، إنما هي تعويض يرتبط بالعائد المتوقع، درجة المخاطرة والزمن.

أخيرا، يمكن اعتبار الاستثمار بمثابة تضحية بقيم مالية مؤكدة في الحاضر، بهدف الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل. وتعتبر الزيادة في الدخل بمثابة العائد على الاستثمار Return، ويمكن حساب العائد كالاتي:

¹ Eugene F. Fama, Jan., 1965 – "The Behavior of Stock-Market Prices", *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1. p. 42.

² Burton G. Malkiel, Op.Cit., p.352.

العائد المحقق من الاستثمار خلال الفترة = $\frac{\text{قيمة الاستثمار في نهاية المدة}}{\text{قيمة الاستثمار في بداية المدة}}$

مثال رقم (1-1-1).

إذا بدأ شخص ما مشروعاً استثمارياً بمبلغ مليون ليرة (1000000) ل.س، وأصبحت قيمة هذا المشروع في نهاية السنة (1200000) ل.س، فإن العائد المتحقق خلال الفترة يكون مساوياً:

$$\frac{1200000}{1000000} = 1.2$$

أو

$$\frac{EVI - BVI}{BVI}$$

حيث : EVI قيمة الاستثمار في نهاية المدة؛ BVI قيمة الاستثمار في بداية الفترة.

ويمكننا بشكل عام تمييز مفهومين للاستثمار:

- ا. الاستثمار الحقيقي: يعني الإضافة إلى مخزون رأس المال الاجتماعي (رأس المال المجتمع)، المتمثل بالسلع التي تستخدم في إنتاج السلع الأخرى. ويعني مصطلح "الاستثمار" تشكيل رأس مال انتاجي جديد، يأخذ شكل وسائل معمرة كالمصانع والآلات. كما يتضمن بهذا المعنى، المخزونات ورأس المال البشري، ومن ثم، فإن الاستثمار، من الناحية الاقتصادية، يعني زيادة في البناء والمعدات والمخزون.
 - ii. الاستثمار المالي: هو تخصيص الموارد النقدية على الأصول المالية التي يتوقع أن تعطي بعض المكاسب أو العوائد، خلال فترة زمنية معينة. ويعني ذلك تداول المطالب المالية financial claims من مثل الأسهم والسندات والرهون العقارية وغير ذلك. إذ يستثمر الأفراد أموالهم في الأسهم والسندات والودائع وشهادات الادخار وبوليصات التأمين على الحياة وصناديق الادخار وغير ذلك. يهدفون من وراء استثمارهم هذا، إلى التحصل على الدخل مستقبلاً في شكل الفائدة والأرباح والإيجار والعلاوات والمعاشات التقاعدية والنمو في قيمة رأسمالهم الأساسي.
- يلاحظ أن معظم الاستثمارات، في الاقتصادات الأقل نمواً، هي من النوع الحقيقي، في حين أن غالبية الاستثمارات في الاقتصادات الحديثة الأكثر نمواً، هي من النوع المالي. أي إنه مع النمو في الاقتصاد، تزداد نسبة الاستثمار المالي إلى إجمالي الاستثمار.

وترتبط مفاهيم الاستثمار الحقيقي والمالي بعضها ببعض، لأن الاستثمار هو جزء من وفورات الأفراد التي تتدفق إلى أسواق رأس المال، إما مباشرة أو من خلال المؤسسات. وهكذا تتفاعل قرارات الاستثمار

والقرارات المالية بعضها ببعض. وتتوقف القرارات المالية في المقام الأول على مصادر الأموال، في حين أن القرارات الاستثمارية، تتعلق تقليدياً باستخدامات الأموال أو الرسمة.

فكر! عندما يتوفر لدى الأفراد فائض في الدخل المتاح أو التصرفي، جاهز لإنفاقه على الفور، يصبحون مدخّرين أو مستثمرين. إن الادخار لبناء الثروة هو الاستثمار. ويتم نقل الفوائض إلى أفراد أو شركات أو حكومات، تعاني العجز، عبر وسيط قادر على مطابقة الفوائض مع العجوزات. وفي حال كانت أسواق رأس المال تعمل جيداً، فإن أولئك الذين يحتاجون إلى المال يمكنهم الحصول عليه، ويمكن لأولئك الذين يستطيعون تأجيل استهلاكهم، أن يحاولوا الاستفادة من هذا التأجيل. عندما تقوم بالاستثمار، فإنك تقوم بتحويل رأس المال إلى أولئك الذين يحتاجون إليه، على افتراض أنهم سيكونون قادرين على إعادة رأس المال الخاص بك عندما تحتاج إليه أو تريده، وأنه سيدفع لك أيضاً مقابل هذا الاستخدام لرأس مالك.

الإطار رقم (1-1-2). يجري التفريق أحياناً بين الاستثمار والتوظيف. فإذا أنفق الادخار على تكوين أصول ثابتة جديدة تؤدي إلى زيادة حقيقية في الإنتاج، كان استثماراً. وإذا تم استبدال الادخارات بأصول قائمة غير جديدة، فهي تمثل استثماراً بالمفهوم الاقتصادي، غير أنه يمكن أن يطلق عليها توظيفاً. إذا، يكمن الفرق بين الاستثمار والتوظيف في نوعية الأصول المستثمر بها، جديدة أو قائمة.

مثال. إن إعادة بناء جديد يعد استثماراً، أما شراؤه بعد ذلك من شخص آخر فيعد توظيفاً. وإذا قام شخص ما بشراء قطعة أرض من آخر، فإن عمله يعدّ توظيفاً، أما إذا أقدم الشخص نفسه على استصلاحها، زراعتها أو تطوير إنتاجها وتحسينه، فإن عمله يصبح استثماراً. وفي حال أقدم شخص على شراء آلة قديمة أو مصنع قائم، فإن عمله يعدّ توظيفاً لا يعدو كونه تبادلاً في الملكية. وقياساً على ذلك، فإن شراء أسهم أو سندات لا يعدّ استثماراً، إلا إذا كانت هذه الأسهم أسهماً جديدة، أما إذا كانت أسهماً قديمة فتعدّ توظيفاً.

1-1-2 أهمية الاستثمار الحقيقي

يلاحظ من مفاهيم الاستثمار التي عرضنا لها في الفقرة السابقة، أن الاستثمار ينطوي على تعظيم المنفعة Utility Maximization أو زيادة الموارد. ويقضي الاستثمار الحقيقي بتوظيف الموارد في استخدامات، تعمل على تشغيل عناصر الإنتاج، أي إن ثمة مشروعات سيتم القيام بها. وسينتج عن تلك المشروعات سلعا أو خدمات، تقوم بسد الاحتياجات. كما أن هذه المشروعات ستحرك الطلب على مختلف السلع أو الخدمات. ويتطلب الأمر أيضاً، عند إنشاء المشروعات، إدخال تكنولوجيات جديدة ومتطورة والاطلاع عليها، أو اكتساب المعارف، الخبرات والمهارات.

استناداً إلى ماورد أعلاه من عرض مبسط، يمكننا أن نلخص أهمية الاستثمار الحقيقي بما يأتي:

- 1- إسهامه في توظيف المدخرات وزيادة الدخل القومي والثروة الوطنية، وذلك لأن هذا الاستثمار يتمثل بما أضافه إلى الموارد المتاحة، أي من تعظيم لهذه الموارد أو من تعظيم للمنفعة منها.
- 2- زيادة مستوى التشغيل، من خلال استخدام عناصر الإنتاج، مما يترك انعكاسات مهمة على حياة الأفراد ومستقبلهم، حيث يتاح لهم، الإنفاق على مختلف المتطلبات.
- 3- إحداث التطوير التكنولوجي، وذلك من خلال إدخال التكنولوجيا الحديثة والمتطورة، وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع. ولا يخفى مدى أهمية التطويرات التكنولوجية في تخفيض التكلفة وتقديم الخدمة، عدا المنتج المتطور، إضافة إلى رفع سوية الذين يتعاملون بالتقنيات الحديثة على اختلاف أنواعها.
- 4- تطوير البنية التحتية، لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بنية مخدمّة، مساعدة أو مرتبطة بهذا المشروع.
- 5- إسهامه في إحلال الواردات، مما يسمح بتوفير القطع الأجنبي الذي كان سيخرج من البلاد فيما لو لم يتم انتاج السلع والخدمات محلياً. ويسهم أيضاً، في صناعات التصدير بدعم ميزان المدفوعات، خاصة إذا تمكن المستثمر من انتاج سلع بنوعية جيدة، وتمكن من تصديرها إلى الأسواق الخارجية. ويسهم في الأمن الاقتصادي للمجتمع، عبر تأمين الاحتياجات وتخفيف التبعية للخارج. كما يسهم في استخدام الموارد المحلية الطبيعية كانت أم بشرية وغيرها.
- 6- إسهامه في تنفيذ السياسات الاقتصادية، من خلال التوجيه إلى إنشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة.
- 7- توفير الموارد المالية، وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروعات من ضرائب للحكومة، لكي تقوم الأخيرة بصرفها واستخدامها وفق مقتضيات المصلحة العامة.

1-1-3 عناصر الاستثمار

Elements of Investment

كما أصبح واضحاً من مفهوم الاستثمار، فإن ثمة عناصر أساسية ترتبط بعملية الاستثمار وتتمثل بالآتي:

(1) **العائد:** بمعنى وجود قيم مالية حالية تم التضحية بها وتوقع تحقيق عوائد Return في المستقبل. يقوم المستثمرون بشراء أو بيع الأدوات الاستثمارية من أجل الحصول على العائد، فالعائد على الاستثمار يمثل المكافأة للمستثمرين.

(2) **المخاطرة:** ثمة مخاطرة Risk تصاحب عملية الاستثمار، نظراً لعدم التأكد من تحقق العائد في المستقبل. فالمخاطرة هي احتمال الخسارة، بسبب تباين العوائد على الاستثمار، إذ إنه في كل حالة استثمار، هناك فرصة للخسارة. وقد تكون الخسارة متمثلة بخسارة الفائدة، توزيعات الأسهم أو المبلغ الأصلي للاستثمار. ومع ذلك، فإن المخاطر والعوائد غير منفصلة عن بعضها. فالعائد هو مفهوم إحصائي دقيق، قابل للقياس، غير أن المخاطرة ليست مصطلحاً إحصائياً دقيقاً، ومع ذلك، يمكن قياسها. إذا، يجب الأخذ بالاعتبار لكلا من المخاطرة والعائد على حد سواء عند بحث العملية الاستثمارية.

(3) **الزمن:** أي وجود فترة زمنية، هي فترة الاستثمار Holding Period، وتقع ما بين لحظة البدء بالتضحية إلى لحظة الحصول على العوائد المستقبلية. يمثل الزمن عاملاً مهماً في الاستثمار، ويفرض اتباع العديد من السبل في العمل، فالمستثمر الذي يتبع سياسة "الشراء والاحتفاظ" Buy and Hold، قد يكون مضطراً مع مرور الوقت وتغير الظروف لإعادة تقييم العوائد والمخاطر المتوقعة لاستثماره. وتجدر الإشارة، إلى أن ثمة أهمية بالغة لكل عنصر من العناصر الأساسية السابقة للقيام بالعملية الاستثمارية، وهي دائماً موضع دراسة وتحليل، لما لها من تأثير على إنجاح المشروع الاستثماري الذي يتم التفكير به ومن ثم إقراره.

وفي هذا السياق يمكننا ذكر عناصر إضافية للاستثمارات أهمها الآتية:

- (1) **السيولة:** تعدّ السيولة Liquidity أيضاً عنصراً مهماً، يجب أخذه بالاعتبار عند القيام بالاستثمار. وتعني السيولة، القدرة على تحويل الاستثمار إلى نقد عند الحاجة. وعلى اعتبار أن المستثمر يريد استرجاع أمواله في أقرب وقت، لذلك، ينبغي أن تتوفر السيولة المطلوبة للاستثمار.
- (2) **الوفر الضريبي:** يجب على المستثمرين الاستفادة من الإعفاء الضريبي على الاستثمارات، حيث يوجد استثمارات معينة يتم منحها إعفاء ضريبياً، مما يزيد العائد على الاستثمار.

1-1-4 خصائص الاستثمارات وأهداف الاستثمار

Investment Objectives & Investment Attributes

يعد تحديد خصائص الاستثمارات المختلفة، نقطة البداية في عملية الاستثمار، ومن ثم موازمتها مع احتياجات الأفراد وتفضيلاتهم. وتحدد خصائص الاستثمارات بالمخاطر؛ العائد؛ الأمان؛ السيولة؛ قابلية التسويق؛ الوفاء (التحوط)؛ نمو رأس المال؛ استقرار القوة الشرائية؛ استقرار الدخل والمزايا الضريبية. يسعى كل مستثمر لتحقيق أهداف محددة من استثماره، سواء أكان ذلك على المدى الطويل أو على المدى القصير. وقد تكون هذه الأهداف ملموسة، مثل شراء سيارة أو منزل وما إلى ذلك. ويمكن أن تكون أهدافا غير ملموسة، من مثل الوضع الاجتماعي والأمان وغير ذلك. ويمكن تصنيف هذه الأهداف بوصفها أهدافا نقدية أو مالية أو شخصية.

إن الأهداف السابق ذكرها عامة الطابع، حيث إن كل مستثمر يرغب في تحقيق التوازن بين تلك الأهداف. وتتمثل الأهداف المالية بشكل عام في سلامة الأموال المستثمرة (المبلغ الأصلي) وأمانها، العائد (من خلال الفائدة وتوزيعات الأرباح وزيادة قيمة رأس المال) والسيولة (قابلية التحويل إلى نقد عند الاقتضاء). ويوجد أهداف شخصية يوليها كل المستثمرين بالاهتمام، عند الاختيار بين بدائل الاستثمار الملائمة. وقد ترتبط الأهداف الشخصية أو الفردية بالسمات الشخصية للأفراد، كالاتزامات الأسرية، الوضع العائلي، المعالين، المتطلبات التعليمية، الدخل، الاستهلاك والتوفير التقاعدي وغير ذلك. إذا، يجب أن يتم اختيار البديل الاستثماري المناسب لتحقيق كل من الأهداف المالية والشخصية. ويقتضي ذلك التدقيق في مزايا وعيوب مختلف البدائل الاستثمارية في إطار تحقيق أهداف الاستثمار هذه، وأهم الاعتبارات بهذا الصدد هي:

- 1) فترة الاستثمار: هي أحد الاعتبارات الرئيسية عند اختيار البديل الاستثماري، وقد تكون هذه الفترة:
 - a. قصيرة الأجل (حتى سنة واحدة)، ولتحقيق هذه الهدف، فإن البدائل الممكنة يستحسن أن تكون بأدنى مخاطرة أو معدومة المخاطرة؛
 - b. متوسطة الأجل (من سنة إلى 3 سنوات)، يمكن البحث عن البدائل الاستثمارية التي تعطي عوائد أفضل وقد تحمل مخاطر أعلى قليلا؛
 - c. وأخيرا طويلة الأجل (3 سنوات فأكثر) بما أن الأفق الزمني كاف، يمكن للمستثمر البحث عن البدائل الاستثمارية التي تقدم أفضل عوائد وتعد أكثر خطورة.

2) مخاطر الاستثمار: المخاطر هي عامل آخر يحتاج إلى دراسة متأنية عند اختيار البديل الاستثماري. والمخاطر سمة عادية لكل استثمار، وعلى المستثمر أن يخصص مقابله جزءا من أمواله، على أمل أن يجمعه مرة أخرى، مع بعض الفائدة في الوقت المناسب. وقد تكون المخاطر أكثر أو أقل تبعا للبديل

الاستثماري. ومن ثم يجب أن يكون هدف المستثمر هو التقليل من المخاطر وتعظيم العائد من الاستثمار. ونذكر في هذا السياق، أن المخاطر المرتبطة بالاستثمار تتنوع بين مخاطر السيولة، التضخم، والسوق، والأعمال والمخاطر السياسية وما إلى ذلك، وسنأتي على دراستها بالتفصيل في فصول لاحقة.

واستناداً إلى ما سبق، يمكن تصنيف الأهداف تبعاً لأسلوب المستثمر كما يأتي:

- 1) الأهداف ذات الأولوية المرتفعة على المدى القصير: ويكون للمستثمرين أولوية عالية لتحقيق أهداف محددة في الأجل القصير، ومن ثم، فإنهم سيتوجهون إلى استثمار أموالهم تبعاً لذلك.
 - 2) الأهداف الطويلة الأجل ذات الأولوية المرتفعة: يتطلع بعض المستثمرين إلى الاستثمار على أساس الاحتياجات الطويلة الأجل، فهم يتطلعون إلى تحقيق الاستقلال المالي على المدى الطويل. ويفضل المستثمرون عادة، أسلوب التنوع عند الاختيار بين الأنواع المختلفة من الاستثمارات.
 - 3) الأهداف ذات الأولوية المنخفضة: هذه الأهداف لها أولوية منخفضة وهي ليست ملحة. ويمكن للمستثمرين بعد الاستثمار في الأصول ذات الأولوية المرتفعة، أن يستثمروا في هذه الأصول ذات الأولوية المنخفضة.
 - 4) هدف جمع المال أو الثروة: يضع المستثمرون فوائضهم المالية في هذا النوع من الاستثمار، وهدفهم هو تحقيق أقصى قدر من الثروة.
- إذا، لكل مستثمر أهداف فيما يتعلق باستثمار رأسماله. وتختلف أهمية كل هدف من مستثمر إلى مستثمر وتتوقف على العمر ومقدار رأس المال الذي لديه. ويمكن تلخيص هذه الأهداف عموماً على النحو الآتي:
- i) نمط الحياة - يريد المستثمرون التأكد من أن أصولهم يمكن أن تلبى احتياجاتهم المالية على مدى حياتهم.
 - ii) الأمان وراحة البال - يرغب المستثمرون في الحماية من المخاطر في الأوقات جميعها، وهم بالتأكيد، لا يريدون القلق بخصوص الحركات اليومية للأسواق.
 - iii) العائد - يسعى المستثمرون إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد بما يتناسب مع تفضيلات المخاطرة لديهم. كما يرغب المستثمرون في تقليل تكاليف إدارة أصولهم واحتياجاتهم المالية.
- ويتوقف تحقيق هذه الأهداف بشكل كبير، على قدرة المستثمر في إدارة أصوله واحتياجاته جميعها. ويتم عادة تصميم المحافظ الاستثمارية لتفي بتلك الاحتياجات، مع وجود إستراتيجية شاملة تضمن أن تتناسب طبيعة الأصول المستثمر بها، مع الاحتياجات الفردية وتفضيلات المخاطرة.

يقتضي الإلمام بالغاية من الاستثمار، التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به جهات حكومية أو عامة، والاستثمار الخاص الذي يقوم به المستثمرون في القطاع الخاص. وذلك لأن الأهداف في النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص. وفي هذا السياق، يمكن ذكر بعض أهداف الاستثمار العام، من مثل:

- 1) تقديم خدمة معينة للجمهور؛
- 2) تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية؛
- 3) تخفيض البطالة؛
- 4) محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة؛
- 5) تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص، وهي موضع التركيز في هذا الكتاب، فيمكن أن نعيد ترتيبها على الشكل الآتي:

1- المحافظة على رأس مال المستثمر

يهتم كل مستثمر، بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى، فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته، ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقاً لذلك. إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن 100 مليون ل.س، ويريد أن يستثمره في مشروع ما، فإنه يتأكد قبل كل شيء من أن هذا المبلغ سيعود له دون نقصان. ولهذا نراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ، ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع. وبالمنطق نفسه، فإن المستثمر يفضل المشروع الذي يعيد له رأسماله بسرعة.

مثال رقم (1-1-4-1). لو كان أمام المستثمر على سبيل المثال، عدد من المشاريع على النحو الآتي: (أ) مصنع أغذية؛ (ب) مصنع للسجائر؛ (ج) مصنع للألبسة؛ (د) مصنع للإسمنت. ويفرض أن المشروع (أ) يعيد رأس المال المستثمر في غضون (3) سنوات، والمشروع (ب) خلال سنتين، والمشروع (ج) خلال 3 سنوات وستة أشهر، والمشروع (د) خلال سنتين وثلاثة أشهر. فإن المستثمر سوف يقوم بتوظيف أمواله في المشروع (ب) وإذا أراد المستثمر أن يستثمر أمواله في أكثر من مشروع فإنه سيختار المشروع (ب) أولاً ثم يأتي المشروع (د) في الدرجة الثانية من الجاذبية والمشروع (أ) في الدرجة الثالثة والمشروع (ج) في الدرجة الرابعة.

إن الحديث عن المحافظة على رأس المال، يقودنا للإشارة إلى أن قيمة النقود تتناقص مع الزمن. وعلى هذا، فإن استعادة رأس المال تقتضي هنا، أن يتم أخذ القيمة الزمنية للنقود بالاعتبار، لأن إعادة مبلغ 100

مليون ل.س بعد ثلاث سنوات لا يعني أن هذا المبلغ مساوٍ للمبلغ عند بدء الاستثمار، ولهذا ينبغي إعادة مبلغ أكبر من المبلغ المذكور لكي يحصل المستثمر على المبلغ المستثمر في بدء المشروع.

2- تحقيق أقصى عائد ممكن

يمثل الربح أهم دوافع المستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو إلخ، ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر، يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره بالاستثمار في مشروع دون آخر. أي إن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر من الأرباح، هو المشروع المفضل، وتبعاً لذلك يتم ترتيب بدائل الاستثمار، أي وفقاً لمقدار العائد الناتج عن كل نوع من هذه البدائل.

مثال (1-1-4-2). لو كان لدينا عدد من المشاريع وأرباحها على النحو الآتي:

المشروع	الأرباح
A	1000000
B	1500000
C	1600000
D	900000

ومع افتراض أن المبلغ المستثمر ثابت في كل المشاريع، ومع افتراض ثبات المؤشرات الأخرى، فإن المستثمر سوف يختار المشروع C ومن ثم المشروع B ومن ثم المشروع A ومن ثم المشروع D

3- تعظيم القيمة السوقية للأسهم

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير المهمة في الحكم على أداء الشركات المساهمة. ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات يشير إلى نجاحها، ونجاح الإدارة القائمة عليها. ويقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع، فمن المعلوم أن الشركات تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيم منخفضة، ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاطها ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباحها. ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان الشركة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهمها. يعني هذا من جهة أخرى، زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك الشركة والمساهمين الذين اكتتبوا في أسهمها عند التأسيس أرباحاً رأسمالية من جراء ذلك. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعوا، أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية.

لقد درجت مؤلفات الإدارة المالية على اعتبار تعظيم القيمة السوقية للمنشأة مرادفاً لتعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، أي تعظيم ثروة الملاك Wealth Maximization غير أن الأمر ينبغي أن لا يؤخذ على

علّاته، إلا إذا كان يشير إلى أن هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية يعد مرادفاً لهدف تعظيم ثروة الملاك، إلا أنه لا يعد بالضرورة مرادفاً لهدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة أو الشركة.

4- تحقيق السيولة

يقصد بتحقيق السيولة Liquidity للمستثمر، أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم. وإذا تعمقنا أكثر في حالة الاستثمار، والحديث عن مشروع ما، فإن السيولة لهذا المشروع هي قدرته على الدفع أو قدرته على سداد الالتزامات المترتبة عليه في وقت استحقاقها، أو قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية، من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد، دون حدوث خسارة. ويبقى الخلاف قائماً، فيما إذا كانت السيولة تمثل هدفاً أم وسيلة لتحقيق الهدف، أو أنها قيد على تحقيق الأهداف المتمثلة في تحقيق الأرباح وتعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة. ونشير هنا إلى أن السيولة النقدية تمثل عند المستثمر، هدفاً مرحلياً قصير الأجل، وهي في الوقت نفسه تمثل قيداً على تحقيق الهدف الاستراتيجي.

المبحث الثاني

أنواع الاستثمارات ومجالات الاستثمار

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على مختلف أنواع الاستثمارات استناداً للتصنيف المتبع.
2. التفريق بين مجالات الاستثمار.
3. التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.

1-2-1 أنواع الاستثمارات

تختلف الاستثمارات باختلاف المدخل أو الخاصية المأخوذة بالاعتبار في تصنيفها، فثمة أنواعاً كثيرة متباينة، لهذا نقوم فيما يلي بالتعرف على أبرز تلك التصنيفات.

○ تصنيف الاستثمارات وفقاً لآجالها

إن التفريق بين أنواع الاستثمارات وفقاً لآجالها أمر اعتيادي، يختلف بين قطاع وآخر، فهناك استثمارات آنية، واستثمارات قصيرة وأخرى طويلة الأجل.

أ. استثمارات قصيرة الأجل Short – Term Investment

تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة. كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لدى البنك لمدة لا تزيد عن سنة، أو يقوم بشراء أدوات الخزانة أو سندات قصيرة الأجل صادرة عن مؤسسات مختلفة. تهدف هذه الاستثمارات إلى توفير السيولة النقدية، إضافة إلى تحقيق بعض العوائد. وتتميز أدوات هذه الاستثمارات بتوافر أسواق لتداولها، كما تتميز بسهولة وسرعة تحويلها إلى نقدية.

ب. استثمارات متوسطة الأجل Medium –Term Investment

تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، فقد تصل إلى خمس سنوات. نذكر من الأمثلة عليها، أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف مدة خمس سنوات، أو أن يقوم بشراء أوراق مالية مدد استحقاقها لا تزيد عن خمس سنوات، أو الاستثمار في أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

ت. استثمارات طويلة الأجل Long–Term Investment

تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات الخمس سنوات، فقد تصل إلى 15 سنة أو أكثر. و نذكر كمثال على هذا النوع من الاستثمارات، تأسيس المشروعات، إيداع الأموال لدى البنوك،

والاكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم . ويكون الغرض الأساسي من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع، من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة مدة طويلة نسبياً.

o تصنيف الاستثمارات وفقاً للعائد المتولد من هذه الاستثمارات

(a) استثمارات ذات عائد ثابت: كأن يقوم المستثمر بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل، كالسندات والأسهم الممتازة أو إيداع الأموال لدى البنوك.

(b) استثمارات ذات عائد متقلب: يكون العائد هنا متغيراً من فترة لأخرى، أو من مشروع لآخر. كأن يقوم المستثمر بالاكتتاب في أسهم عادية أو يقوم بالتجارة ببعض السلع والخدمات.

o تصنيف الاستثمارات وفقاً لقطاعات الاستثمار

(1) الاستثمار في قطاع الأعمال العام: يشمل هذا القطاع الهيئات العامة ذات النشاط الإنتاجي، سواء كان ذلك في شكل سلع أم خدمات، ويستثنى من ذلك، تلك التي تدخل في قطاع الوسطاء الماليين كالبنوك وشركات التأمين.

(2) الاستثمار في قطاع الأعمال المنظم: يشتمل هذا القطاع الشركات المساهمة وشركات التوصية، سواء كانت تابعة للدولة أم للقطاع الخاص.

(3) الاستثمار في قطاع الأعمال غير المنظم: يشمل هذا القطاع شركات الأشخاص من تضامن وتوصية بسيطة .

(4) الاستثمار في قطاع الجمعيات التعاونية.

(5) الاستثمار في قطاع الخدمات العامة: أي القطاع الحكومي، وما يقدمه من خدمات. يشتمل هذا القطاع الخزانة والإدارة الحكومية والبلديات.

(6) الاستثمار في قطاع الأفراد: أي قطاع الأفراد والمنشآت الفردية والهيئات المحلية.

(7) الاستثمار في قطاع العالم الخارجي: يشتمل هذا القطاع المنشآت والأفراد الذين يتعاملون مع مختلف القطاعات الخارجية.

(8) الاستثمار في قطاع الوسطاء الماليين: يشتمل هذا القطاع المؤسسات العامة للتأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية وشركات التأمين.

(9) الاستثمار في قطاع البنوك: أي الإيداع لدى البنوك أو الاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدرها.

o تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين

أ. استثمارات المنشآت التجارية: أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد بالدرجة الأساسية على المتاجرة بالسلع والخدمات. وهذا النوع من الاستثمارات واسع الانتشار في المجتمعات كافة، وهو يسهل عملية التبادل بين مختلف الأنشطة.

ب. استثمارات المنشآت الزراعية: هي الاستثمارات في المنشآت التي يعتمد نشاطها الأساسي على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها. وهي تعرف بارتفاع مخاطرها وانخفاض معدل العائد المتولد عنها نظراً لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

ت. استثمارات المنشآت الصناعية: تقوم تلك المنشآت بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال. وقد أسهم هذا النوع من الاستثمارات إسهاماً كبيراً في تطوير الدول الصناعية.

ث. استثمارات المنشآت الخدمية: تعتمد هذه المنشآت تقديم الخدمات المختلفة للجمهور من ماء، كهرباء، اتصالات ونقل. وهذه المنشآت ذات أهمية كبيرة في تأمين الخدمات الضرورية لعمل المنشآت الأخرى في القطاعات المختلفة واستمراريتها.

ج. استثمارات المهن الحرة: كالحلاقين والنجارين والحدادين إلخ

ح. الاستثمارات العقارية: تقوم على امتلاك العقارات وبيعها، أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.

○ تصنيف الاستثمارات وفقاً لطبيعتها

بما أن الاستثمار بشكل عام، هو حيازة للأصول المادية أو المالية. إذا يمكننا أن نميز بين الاستثمار بالمعنى الاقتصادي والاستثمار بالمعنى المالي. فالاستثمار بالمعنى الاقتصادي غالباً ما يدل على اكتساب الموجودات المادية. ذلك أن الاقتصاديين ينظرون إلى التوظيف أو الاستثمار على أنه إسهام في الإنتاج، والإنتاج هو ما يضيف أو يخلق منفعة على شكل سلع وخدمات. ويقصد بالاستثمار بالمعنى المالي، اكتساب الأصول المالية، ويصبح الاستثمار بهذا المعنى توظيفاً مالياً في الأوراق والأدوات المالية المختلفة من أسهم وسندات وودائع وغيرها.

واستناداً إلى ما سبق قوله أعلاه، فإنه يجري التمييز عادة بين نوعين من الاستثمارات، هما الاستثمار الحقيقي *real investment* والاستثمار المالي *financial investment*. وتوجد صلة كبيرة بين نوعي الاستثمار، فالأصول المالية تعدّ مصدراً أساسياً لتمويل الاستثمار الحقيقي، ويتم تداولها عبر الأسواق المالية، مما يشجع الاستثمار الإنتاجي، بسبب معرفة المستثمرين بإمكانية تسهيل استثماراتهم.

(i) استثمارات حقيقية *Real Investment*

تشتمل على الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة، التي تؤدي إلى خلق قيم جديدة. إن لهذه الاستثمارات علاقة بالبيئة ولها كيان مادي ملموس، وأهم ما يميزها عنصر الأمان نسبياً،

غير أنها تعاني من مشكلة السيولة. ومن أهم أدوات الاستثمار الحقيقي : العقارات، السلع، المشروعات الاقتصادية ... إلخ

(ii) استثمارات مالية Financial Investments

لا تؤدي هذه الاستثمارات إلى خلق القيم، وإنما تتمثل في انتقالها من شخص إلى آخر، لتمويل الأنشطة المادية، وهي تشتمل على تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. وتمثل هذه الاستثمارات أيضاً، حقوقاً تنشأ عن معاملات مالية بين الناس، وتتميز بما يأتي:

- 1) وجود أسواق منظمة بدرجة عالية من التنظيم تسهل التعامل بالأصول المالية.
- 2) انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية.
- 3) وجود وسطاء ماليين متخصصين.
- 4) الانتشار الواسع للأدوات المالية الاستثمارية.

○ تصنيف الاستثمارات وفقاً لحجمها

- أ- استثمارات صغيرة: تتسم بصغر المبالغ المستثمرة فيها وصغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار، من حيث حجمها وعدد عمالها، ومن حيث رأسمالها ونتائج أعمالها.
- ب- استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة، وتقوم بها منشآت كبيرة في حجمها وانتشارها ورأسمالها وعدد العاملين فيها ونتائج أعماله .

○ تصنيف الاستثمارات وفقاً لمن يقوم بها

1. استثمار شخصي: يقوم به شخص واحد، يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار، من حيث تأمين الاحتياجات والعمل والبيع، أو يقوم بالاكنتاب بالأوراق المالية. وهو استثمار غير واسع الانتشار، لأنه من الصعب على شخص واحد أن يحيط بجوانب النشاط كافة.
2. استثمار مؤسسي: وهو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسة أو هيئة أو شركة. وهذا النوع هو الأكثر رواجاً وانتشاراً، بل وتطوراً، وكذلك ذو أثر في الحياة الاقتصادية للمجتمع.

○ تصنيف الاستثمار وفقاً لشكل الملكية

يمكن أن يكون الاستثمار الخاص فردياً أو مؤسسياً، ويتمثل الاستثمار الخاص الفردي في ما ينفذه المدخر مباشرة. ويتم الاستثمار الخاص المؤسسي عن طريق مؤسسات استثمارية مساهمة تقوم بتحويل رؤوس أموالها النقدية معززة بتمويلات إضافية متحصلة من أرباح سابقة محتجزة أو قروض متنوعة، إلى أصول منتجة.

ويتمثل الاستثمار الحكومي أو "العام" في إجمالي الإنفاق الحكومي على تكوين رأس مال حقيقي جديد. ويتمثل الدافع للاستثمار الخاص عادة، بتحقيق أعلى عائد ممكن، أما الاستثمار الحكومي أو "العام" فيتحرك غالباً بدوافع وأسباب متعددة، يكون عامل الربح واحداً منها، إذا:

أ- استثمار عام: تقوم به الحكومة عادة، كونها مالكة لهذا الاستثمار، وقد يسمى أيضاً الاستثمار في القطاع العام أو القطاع الحكومي. وتتسم عوائد هذا النوع من الاستثمار بأنها متدنية، وغالباً ما تهدف الحكومة من خلاله إلى تقديم خدمة معينة للمواطن أو تقديم خدمات للاستثمارات الأخرى.

ب- استثمار خاص: يقوم به الأشخاص أو الهيئات الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج فيه . وهو يشكل أهم صورة من صور الاستثمار في المجتمعات وخاصة الرأسمالية . وأكثر ما يميز هذا الاستثمار ارتفاع الحافز على زيادة الإنتاجية وتحقيق معدلات عالية من الأرباح كما يتسم هذا النمط من الاستثمارات بالمرونة في الإدارة والتنظيم وفي اتخاذ القرارات على عكس الاستثمار العام الذي تسوده المركزية في اتخاذ القرارات ويخضع للعديد من الأنظمة والقوانين التي تحد من المقدرة الإدارية للقائمين عليه.

ت- استثمار مشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص، حيث يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية. وتكون الإدارة في الكثير من المنشآت ذات الملكية المشتركة، من حق الدولة. لقد تراجع هذا النمط من الإدارة مع التوجه في العقود الماضية نحو الخصخصة.

○ تصنيف الاستثمارات وفقاً للجنسية

(1) استثمار محلي أو وطني: تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية، سواء كانوا أفراداً أم مؤسسات. ولهذه الاستثمارات أولوية على الاستثمارات الأجنبية في الكثير من الدول، حيث تحصل في بعض الأحيان على امتيازات وتسهيلات قد لا يحصل عليها المستثمر الأجنبي.

(2) استثمار أجنبي: تقوم به الشركات والهيئات الأجنبية. وتجدر الإشارة إلى تزايد دور هذا النوع من الاستثمارات وانتشاره الواسع في العديد من البلدان، ولاسيما في العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي مع تسارع وتيرة العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي بين الدول.

يمكننا إضافة إلى ماسبق، التفريق بين أنواع الاستثمارات وفقاً لعدد من الخصائص الأخرى. فهناك التفريق بين الاستثمارات تبعاً لدرجة المخاطرة التي يقدم عليها من يتولى الاستثمار، وهنا غالباً ما يكون العائد مرتبطاً طردياً بدرجة المخاطرة. أو التفريق بين الاستثمارات وفقاً للدوافع الخاصة للمستثمر، أي

الاستثمار من أجل زيادة الدخل العادي والدوري بهامش إضافي يتأتى من ربح الاستثمار، أو الاستثمار بهدف الأمان من الطوارئ، الشيخوخة أو التضخم، أو الاستثمار بهدف الثراء السريع. أما في حالة التصنيف تبعاً لمورد رأس المال، فنميز بين استثمارات داخلية تتولد من ادخارات تنشأ داخل البلد المعني، واستثمارات خارجية تنشأ نتيجة لتحويل رؤوس أموال من بلد أجنبي أو من جهة خارجية إلى داخل البلد المستهدف للاستثمار. ويمكننا أن نميز أيضاً بين استثمار تلقائي *autonomous investment* يتقرر بصورة مستقلة عن المؤثرات الاقتصادية القائمة كمستوى الدخل العام أو معدل الاستهلاك، وهو غالباً ما يتقرر نتيجة إيجاد سلعة جديدة أو استحداث طرائق وأساليب إنتاجية غير تقليدية، أو يكون ناجماً عن متغيرات اجتماعية، نفسية أو سياسية، غير مرتبطة بصورة مباشرة بالمعطيات الاقتصادية. واستثمار مستحث *induced investment* يعتمد كلياً على الأوضاع والعوامل الاقتصادية القائمة والمتوقعة، ويقدم عليه المستثمر بدافع المنفعة المادية المباشرة. وببساطة، عندما يزداد الاستثمار بفعل ازدياد المستوى القائم من الدخل والإنتاج، يقال أنه استثمار مستحث أو محفز. وعندما يكون الاستثمار مستقلاً عن مستوى الدخل أو الربح، أي إنه غير محفز أو مستحث بأية تغييرات في الدخل، يطلق عليه استثماراً تلقائياً.

الشكل التوضيحي رقم (1-1-2-1) تصنيف الاستثمارات

تصنيف الاستثمارات	
وفقاً للجنسية	• استثمار محلي وأجنبي
وفقاً لشكل الملكية	• عام، خاص ومشارك
وفقاً لمن يقوم بها	• استثمار شخصي واستثمار مؤسسي
وفقاً لحجمها	• استثمارات صغيرة واستثمارات كبيرة
وفقاً لطبيعتها	• استثمارات حقيقية واستثمارات مالية
حسب النشاط الاقتصادي	• استثمارات المنشآت التجارية، الزراعية، الصناعية، الخدمية، المهن الحرة والعقارات
وفقاً لقطاعات الاستثمار	• قطاع الأعمال العام، المنظم، غير المنظم، التعاوني، الخدمات العامة، الأفراد والعالم الخارجي
وفقاً للعائد المتولد	• ذات عائد ثابت وذات عائد متقلب
وفقاً لأجلها	• استثمارات قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل

إن الأنواع السابقة من الاستثمارات ليست منفصلة عن بعضها، بل متداخلة لدرجة يصعب فصلها في الكثير من الأحيان، فقد يكون الاستثمار زراعياً وخصوصاً وأجنبياً وكبيراً في آن واحد.

1-2-2 مجالات الاستثمار

تتنوع مجالات الاستثمار حسب طبيعة النشاط الاقتصادي، الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، كمجال العقارات أو الصناعة أو الزراعة. كما تتنوع وتتعدد أدوات الاستثمار في كل مجال.

ويمكن اعتبار أن المقصود بمجال الاستثمار، هو المكان الذي يتم فيه هذا الاستثمار. وبناء عليه يجري التمييز بين المجال الداخلي للاستثمار، حيث يتم توظيف الأموال في مختلف قطاعات الاقتصاد ضمن حدود الدولة الواحدة، والمجال الخارجي للاستثمار، أي الاستثمار خارج حدود الدولة. وتبعاً لما سبق قوله أعلاه، يمكن تصنيف مجالات الاستثمار وفق معيارين هما:

1- المعيار الجغرافي

2- المعيار النوعي (والمقصود بالنوعي هنا هو نوع الأصل)

المعيار الجغرافي

تصنف الاستثمارات من منظور هذا المعيار إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية.

أ- الاستثمارات المحلية

وتضم جميع الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المحلية بغض النظر عن نوع أداة الاستثمار المستعملة كالعقارات والذهب والعملات الأجنبية والأوراق المالية... الخ

ب- الاستثمارات الخارجية

تعتبر جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة، استثمارات خارجية. وتوفر الاستثمارات الخارجية مزايا كثيرة للمستثمر، كالمرونة في اختيار أدوات الاستثمار، التي يتم تداولها في أسواق نشطة ومتطورة، كأسواق الأوراق المالية وأسواق الذهب مثلاً، بالإضافة لتوفر الخبرات المتخصصة من المحللين الماليين والوسطاء. ورغم هذه المزايا المتعددة، إلا أن هناك بعض العيوب في الاستثمار الخارجي والتي تتجسد في المخاطرة المتعلقة بتغير الظروف السياسية بالإضافة إلى المشاكل المتعلقة بالازدواج الضريبي ومخاطر تقلب القوة الشرائية لوحدة النقد والتي تنشأ عن تقلب أسعار صرف العملة الأجنبية.

المعيار النوعي

يعتمد هذا المعيار على نوع الأصل أساساً للتصنيف وبناء عليه يمكن تصنيف الاستثمارات إلى:

أ- استثمارات حقيقية.

ب- استثمارات مالية.

أ- الاستثمارات الحقيقية.

يعد الاستثمار حقيقياً كما بيننا سابقاً، عندما يوفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب وما إلى ذلك من الأصول. ومن أهم خصائص الأصول الحقيقية أنه غالباً ما يكون لها كيان مادي ملموس، وبأنها تتمتع بدرجة عالية من الأمان إلا أن قابليتها للتسويق السريع منخفضة، ولذلك فإن سيولتها منخفضة. بالإضافة إلى أنه يترتب عليها نفقات عالية، مثل نفقات النقل والتخزين في حالة السلع والصيانة في حالة العقار.

ب- الاستثمار المالي

يعد الاستثمار مالياً عندما يوفر للمستثمر الحق في حيازة الأصول المالية التي تتخذ شكل أسهم أو سندات أو شهادات إيداع أو غير ذلك. ويمثل الأصل المالي، حقاً مالياً يخول حامله المطالبة بأصل حقيقي، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية لمصدر الأصل المالي. وما يحدث في السوق الثانوي من عمليات بيع وشراء، لا يعدو كونه عملية نقل للملكية، يتخلى بموجبها البائع عن ملكية أصل هو الورقة المالية، مقابل حصوله على أصل آخر يتخلى عنه المشتري وهو النقود. ولا تنشأ خلال عملية تداول الورقة أية إضافة للناتج.

ملاحظة. يفهم من رأس المال، السلع الرأسمالية، رأس المال الحقيقي أو الأصول الرأسمالية المنتجة، السلع المعمرة أو أية أصول مالية مستخدمة في إنتاج السلع والخدمات.

وفهم من مصطلح "رأس المال" أيضاً، الأموال المستخدمة للشراء، بهدف البيع ثانية فقط، لتحقيق الربح المالي. إنه "الثروة" التي تنمو نتيجة عملية التداول، وهو ما يشار إليه في المدارس الاقتصادية المعاصرة، على أنه "رأس المال المالي financial capital، وهذا يختلف عن السلع الرأسمالية capital goods.

1-2-3 البدائل الاستثمارية

قد تتوفر في اقتصاد ما، أنواع عديدة من البدائل الاستثمارية. حيث توفر الإعلانات المالية، ملاحظ الصحف المالية ومجلات الاستثمار توجيهها للمستثمرين عند اختيار البدائل الاستثمارية المناسبة. ويمكن للمستثمرين اختيار بديل أو أكثر من بدائل الاستثمار، تبعاً لاحتياجاتهم.

وتتمثل البدائل الاستثمارية المتاحة عادة في الأسهم؛ السندات؛ الودائع؛ الودائع المصرفية؛ حسابات الادخار؛ صناديق الادخار العام؛ أدوات سوق المال؛ الحصص في صناديق الاستثمار؛ خطط التأمين على الحياة؛ العقارات؛ الذهب والفضة؛ الأدوات المشتقة وسوق السلع. ولكي يكون الاستثمار مجدياً، ينبغي أن يكون المستثمر على دراية بخصائص مختلف البدائل الاستثمارية. ويهتم جميع المستثمرين لأي فئة انتموا، بنفس القدر بالأمان، السيولة ومعدل عائد معقول على الأموال المستثمرة من قبلهم، سواء كان ذلك في الأصول المالية أم الحقيقية.

يمكن اعتبار الاستثمارات في الأصول المالية والأصول الحقيقية، استثمارات متكاملة نسبياً لامتنافسة، بالرغم من أن الأهمية النسبية للأصول المالية تزداد مع تقدم الاقتصاد.

1-2-4 الاستثمار، المضاربة والمقامرة

Investment, Speculation and Gambling

1-4-2-1 الاستثمار والمضاربة

يستخدم مصطلح المضاربة، جنبا إلى جنب مع الاستثمار في كثير من الأحيان. ويمكن وصف المضاربة بأنها استثمار أيضا، ولكنها ترتبط بأفاق الاستثمار القصيرة الأجل، وعادة ما تنطوي على شراء الأوراق المالية القابلة للبيع على أمل أن سعرها سوف يرتفع بسرعة، مما يوفر ربحا سريعا. ويعرض الجدول رقم(1-4-2-1) الفروقات بين المستثمر والمضارب.

الجدول رقم(1-4-2-1) الفروقات بين المستثمر والمضارب

المستثمر	أساس المقارنة	المضارب
للمستثمر أفق استثماري طويل نسبيا	الأفق الزمني للاستثمار	للمضارب أفق استثماري قصير جدا. وفترة احتفاظه قد تدوم بضعة أيام إلى بضعة شهور
عادة، لا يرغب المستثمر بمخاطرة أكبر من العادية المعقولة. ونادرا ما يرغب بمخاطرة مرتفعة	طبيعة المخاطرة	يرغب المضارب أو يبحث عن مخاطرة أكبر
يبحث المستثمر عن عائد معقول عادة يتناسب مع المخاطر المحدودة التي يقبلها أو يتحملها	العائد المتوقع	يبحث المضارب عن عائد مرتفع يبادل مع المخاطر المرتفعة التي يقبلها
يعطي المستثمر أهمية أكبر للعوامل الأساسية ويحاول التقييم المتأنى لمستقبل الشركة	أساس القرار	التوقع والاستفادة من تقلبات السوق
عادة يستخدم المستثمر أمواله الخاصة ويتجنب الأموال المقترضة	الرفع	طبيعي أن يعتمد المضارب على الاقتراض، الذي قد يكون كبيرا، بهدف دعم موارده الذاتية

إذا، تمثل المضاربة speculation استثمارا، قد يتباين العائد المحقق منه بشكل كبير عن المتوقع، وهذا الأمر يجعل من عملية التفرقة الدقيقة والواضحة بين الاستثمار والمضاربة، أمراً صعباً. إذاً، ما يميز الاستثمار عن المضاربة هو درجة تباين العائد الفعلي actual return عن المتوقع expected return في

كل منهما. وتأتي ضرورة المضاربة بوصفها نشاطاً، من كونها تجعل عمليات التحوط hedging ضد تقلبات الأسعار الحادة أكثر سهولة. وبناء عليه، لا يمكن للمضارب الذي يضر بالسوق أن يستمر.¹ يحاول المضاربون الشراء على انخفاض والبيع على ارتفاع، وينصب اهتمامهم الرئيسي على التوقع والاستفادة من تقلبات السوق. ولكن حالما تصبح التقلبات في الأسواق المالية أكثر فأكثر، بحيث لا يمكن التنبؤ أو التكهن بها، تعامل بوصفها استثمارات مرتفعة المخاطر. على النقيض من ذلك، يستند الاستثمار إلى التحليل، ويتمثل هدفه الرئيس في الوعد بسلامة المبلغ المبدئي المستثمر والكسب المرضي من تحمل المخاطرة.

تتناقض المضاربة كنشاط، تماما مع معناها الحرفي، بمعنى أن المرء يفترض مخاطر عالية، دون اعتبار لسلامة رأس المال المستثمر في كثير من الأحيان، لتحقيق مكاسب رأسمالية كبيرة. إن المدة الزمنية التي يتم خلالها السعي لتحقيق المكاسب، عادة قصيرة جدا.

وينطوي الاستثمار على توظيف الأموال في الأصول التي ليست بالضرورة قابلة للتسويق، بهدف الحصول على سلسلة من العوائد. فالمستثمر يضحى ببعض المال اليوم، في انتظار عائد مالي في المستقبل، فينخرط ببعض المضاربة المتضمنة في كل القرارات الاستثمارية. ومع ذلك، فإن هذا لا يعني أن الاستثمارات جميعها تمثل مضاربة بطبيعتها.

يتخذ قرار الاستثمار الحقيقي بعناية، بينما تستند المضاربة، إلى النصائح والشائعات. ويطلق على الشخص الذي يقوم بالمضاربة، مضاربا، لأنه لا يشتري بهدف التملك، بل للبيع في وقت لاحق. فهو يريد الاستفادة من التغيرات في أسعار السوق، لذلك يحاول الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة والبيع عندما ترتفع.

تشمل المضاربة الشراء، الاحتفاظ، البيع والبيع القصير للأسهم والسندات، السلع، العملات، المقنتيات العقارية، المشتقات أو أي أداة مالية ذات قيمة. إنها عكس شراء الأصول، بهدف الاستخدام في الحياة اليومية أو الحصول على دخل منها (كتوزيعات أو فوائد).

¹. كنجو، مفلح وخلف 2007 – مبادئ التمويل والاستثمار، منشورات جامعة حلب، ص27.

2-4-2-1 المضاربة والمقامرة Speculation & Gambling

يستخدم مفهوم المقامرة gambling للتمييز بين الاستثمار والمضاربة. ويمكن تعريف المقامرة بأنها "مراهنة على دخل غير مؤكد". ويعني هذا التعريف أنه عندما تتوافر لدى المستثمر رغبة غير محدودة في تحمل المخاطر سعياً وراء الربح، فإنه يتحول عندئذٍ إلى مقامر. أما المضاربة فتتطلب استعداد المستثمر لتحمل درجة كبيرة من المخاطر أملاً في الحصول على عائد مرتفع، يتمثل غالباً في صورة أرباح رأسمالية capital gains تنتج عن التقلبات المتوقعة في الأسعار السوقية للاستثمارات. بينما يتطلب الاستثمار استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة فقط، أملاً في الحصول على عائد معقول يتمثل غالباً في صورة أرباح إيرادية dividends. وتأتي الأرباح الرأسمالية المتوقع تحقيقها، من تقلبات الأسعار السوقية للاستثمارات في الدرجة الثانية بالنسبة للمستثمر العادي. ويبيّن الجدول رقم (2-4-2-1) التمايزات الرئيسية بين المضاربة والمقامرة.

الجدول رقم (2-4-2-1) التمييز بين المقامرة والمضاربة

المقامرة	أساس المقارنة	المضاربة
أكبر مما هي عليه في المضاربة	درجة المخاطرة	أقل مما هي عليه في المقامرة
سالب	متوسط العائد	يمكن أن يكون موجباً أو سالباً
لا يوجد استراتيجية	قرار الاستثمار	يبنى على مؤشر التداول
في العائد وفي رأس المال معاً	احتمال الخسارة	في العائد، وإلى حد ما في رأس المال
ضربة حظ	الحافز	تحقيق الأرباح المتوقعة مع تحمل بعض الخسارة

إذاً، يمكن التمييز بين المضاربة والمقامرة من خلال مجموعة من الأسس، كالاتي:

1) درجة المخاطرة. إن درجة المخاطرة في المقامرة مرتفعة بشكل كبير تليها المخاطرة في المضاربة ومن ثم المخاطرة في الاستثمار. أي إن درجة المخاطرة في المضاربة أقل من درجة المخاطرة في المقامرة. وتكون المخاطرة في المضاربة، في العائد، وإلى حد ما في رأس المال، أما في المقامرة فتكون المخاطرة في العائد وفي رأس المال معاً.

- (2) من حيث متوسط العائد: يمكن أن يكون متوسط العائد في المضاربة موجباً أو سالباً، بينما في المقامرة يكون سالباً. ويعود السبب في ذلك إلى أن المستثمر يبني آراءه على الدراسة والتحليل، وهذا ليس حال المقامر الذي لا يملك شيئاً حياًل تحقق العائد، فالمقامر ليس لديه أية حيلة عند رمي "حبة النرد"!
- (3) من حيث الحافز: يكون توقع الربح في المضاربة مع توقع تحمل بعض الخسائر، بينما في المقامرة فالأمر لا يعدو كونه ضربة حظ.
- (4) من حيث قرار الاستثمار: يبني قرار المضاربة على مؤشر التداول، في حين ليس للمقامرة أية استراتيجية محددة.
- أخيراً، يمكننا تلخيص الاختلافات الرئيسية¹ بين الاستثمار، المضاربة والمقامرة كما في الجدول رقم (1-2-3-4).

الجدول رقم (1-2-3-4) معايير التمييز بين المستثمرين

أساس المقارنة (المعيار)				
إستراتيجية التركيز	الأفق الزمني	العائد	درجة المخاطرة	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ العائد ▪ (مؤشر المردود Yield Index) 	طويل	عادي	عادية	المستثمر
<ul style="list-style-type: none"> ▪ موعد الاستحقاق ▪ (مؤشر الأمد Duration Index) 	قصير	مرتفع	مرتفعة	المضارب
لا إستراتيجية	قصير جداً	مرتفع جداً	مرتفعة جداً	المقامر

¹. كنجو، مفلح وخلف 2007 – مرجع سبق ذكره، ص28.

المبحث الثالث

دور الاستثمار، محدداته والعوامل المؤثرة فيه

الأهداف التعليمية:

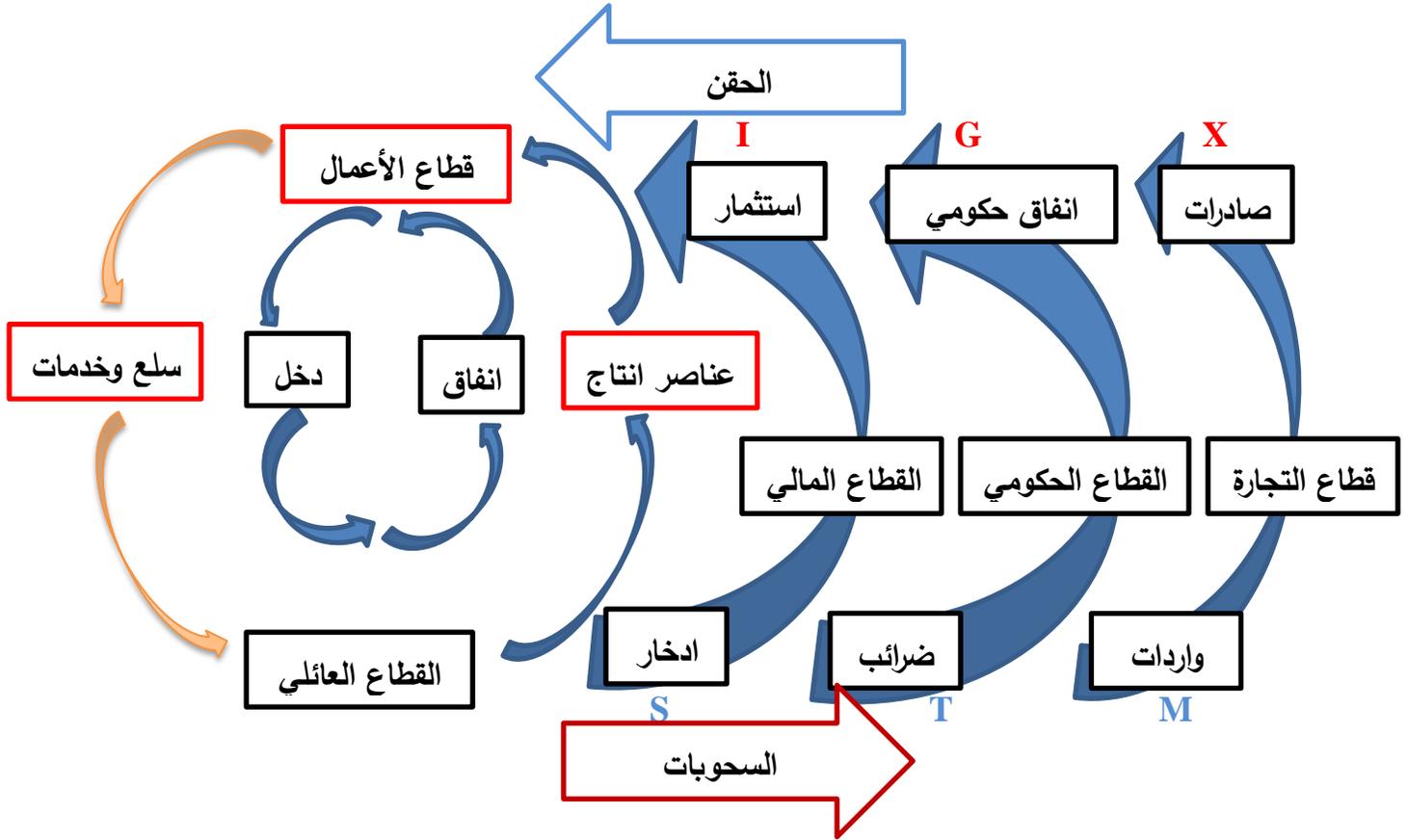
1. علاقة الاستثمار بالادخار والتمويل.
2. محددات الاستثمار.
3. العوامل المؤثرة في الاستثمار ودور الاستثمار.

1-3-1 علاقة الاستثمار بالادخار والتمويل

يرتبط مصطلح "الاستثمار" بالعديد من الأنشطة، غير أن الهدف المشترك منها جميعها هو "توظيف" الأموال خلال مدة زمنية، سعياً إلى زيادة ثروة المستثمر. تأتي الأموال التي سيتم استثمارها من أصول مملوكة فعلياً أو مقترضة أو من الادخار. ويتوقع المستثمرون من خلال استثمار مدخراتهم والامتناع عن الاستهلاك الحالي، تعزيز إمكانات الاستهلاك في المستقبل من خلال زيادة ثروتهم. عندما يستثمر الأفراد وحدهم كأفراد، يطلق عليهم المستثمرون الأفراد، وفي بعض الأحيان مستثمرو التجزئة retail investors، أما المستثمرون المؤسسيون فهم كيانات، مثل شركات الاستثمار، البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات التقاعدية والمؤسسات المالية الأخرى. بناء على ماسبق أعلاه، يبدأ الاستثمار عند قيام أحد الأفراد أو المؤسسات أو الأشخاص الحقيقيين أو المعنويين بإنفاق جزء من الدخل على الاستهلاك واحتجاز الجزء الآخر من هذا الدخل، وهكذا تتراكم مدخرات هؤلاء كي تشكل مصدر تمويل مناسب لدى المصارف والمؤسسات المالية أو منظمات الأعمال المختلفة. وعندما يقوم المستثمر بالحصول على هذه الأموال من مصادر التمويل المتنوعة، تبرز العلاقة بين المستثمر الذي يقترض هذه الأموال لكي يقوم بتمويل استثماره وبين المدخر والممول من خلال شراء الاحتياجات اللازمة وسداد قيمتها ووضع المستحقات الأخرى المختلفة والناجمة عن النشاط الاستثماري. إن علاقة الاستثمار بكل من الادخار Reserve والتمويل Finance تتلخص بأن القيام بالاستثمار يتطلب إنفاقاً مالياً يتم تمويله من خلال المدخرات. حيث يمثل الاستثمار إنفاقاً لجزء من الدخل لا يخصص للاستهلاك مباشرة بل إلى زيادة وسائل إنتاج مختلف السلع والخدمات. ويتوزع الادخار إلى استثمار واكتناز، ويمثل الاكتناز بتكديس الأموال وتركها مجمدة خارج دائرة التداول بلا أثر مدة طويلة. ويعد الاكتناز سلبياً مقارنة بالاستثمار الذي يعد عاملاً في توليد الدخل.

ويحسب حجم الاستثمار عادة بقيمة الإنفاق على تكوين أصول ثابتة جديدة، والذي يتم خلال مدة زمنية معينة. ويجب التفريق هنا، بين الاستثمار الإجمالي وصافي الاستثمار، حيث إن صافي الاستثمار هو الإجمالي مطروحاً منه الاهتلاك. كما يتوجب التمييز بين الإنفاق الاستثماري خلال مدة زمنية معينة، أي تكوين الأصول الرأسمالية الجديدة خلال تلك المدة، ومجمل الأصول الرأسمالية المتراكمة على مر السنوات.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-3-1) دورة الدخل - الإنفاق



إذا أهملنا مسألة الفاصل الزمني بين الإنتاج والاستهلاك من جهة، وبين الادخار والاستثمار من جهة أخرى، وبافتراض عدم وجود تهريب للأموال إلى خارج البلد المعني وعدم وجود اكتناز، يعد مجمل الادخار (S)، في حسابات الدخل القومي، ووفق شروط معينة، في سنة من السنوات مساوياً لمجمل الاستثمار (I). وبالرغم من أن الاستثمار هو تكوين الأصول الثابتة الجديدة، إلا أنه لا يصح تحديده بها، بل يجب أخذ عامل الاستثمار التكنولوجي بالاعتبار. ويمثل الاستثمار التكنولوجي إنفاقاً يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية عن طريق تغيير المستوى الفني والبحث العلمي R&D، بتطوير التقنيات وطرق الإنتاج المتبعة. وقد اهتمت النظرية الاقتصادية بما يطلق عليه، الاستثمار الإنساني، أي الإنفاق على التغييرات النوعية في قوة العمل

الناجمة عن التعليم، التأهيل، تحسن المستوى الصحي واللياقة البدنية والذهنية للقوى العاملة، مما يترك أثراً إضافياً في الطاقة الإنتاجية القائمة.

يلاحظ من الرسم التوضيحي رقم (1-3-1-1) أن ثمة مفاهيم تحدد مسار الاستثمار وهي:

أ. الدخل: وهو العوائد التي تحصل عليها عناصر الإنتاج التي يمتلكها الأفراد أو المؤسسات خلال فترة

زمنية معينة. ويتأثر الاستثمار بتقلبات الدخل، فيزداد عند زيادة الدخل وينخفض لدى انخفاضه.

ب. الاستهلاك: أي ما ينفقه الأفراد والمؤسسات لإشباع الحاجات المادية والمعنوية.

ج. الادخار: هو الجزء من الدخل الذي يفيض عن الاستهلاك.

ويمكن توضيح العلاقة بين المفاهيم السابقة من خلال المثال الآتي:

مثال رقم (1-3-1-1): لتكن لدينا بيانات مجموعة الأفراد والمؤسسات حسب الجدول الآتي :

الأفراد والمؤسسات	A	B	C
الدخل	50000	50000	50000
الاستهلاك	50000	40000	60000
الادخار	0	10000 +	10000 -
الاقتراض	0	0	10000

إن المجموعة A تستهلك كامل دخلها وليس لديها قدرة على الادخار، في حين أن المجموعة B تستهلك أقل من دخلها ولديها ادخار يعادل مبلغ 10000 وحدة، وليس لديها حاجة للاقتراض، في حين أن المجموعة الثالثة C تستهلك ما يزيد عن دخلها، وهي بحاجة إلى الاقتراض من المجموعة B.

وقد يكون مفيداً مرة أخرى، التمييز بين الاستثمارات الحقيقية والمالية. حيث تشمل الاستثمارات الحقيقية

عموماً نوعاً من الأصول الملموسة مثل الأراضي والآلات والمصانع وما إلى ذلك. وتشمل الاستثمارات المالية عقوداً في شكل ورقي أو إلكتروني من مثل الأسهم والسندات وغيرها. ويتمثل الهدف كما يظهر في

سياق هذا الكتاب، بالتركيز على الاستثمارات المالية، لأن مفاهيم الاستثمار النظرية الرئيسية ونظرية

المحفظة، إنما تستند على هذه الاستثمارات التي تسمح بتحليل عملية الاستثمار واتخاذ القرارات في سياق أوسع.

الإطار رقم (1-3-1-1). الاستثمار والادخار و"روح القطيع" Animal Spirit

تتبع الرغبة في الاستثمار والادخار في الاقتصاد الكلاسيكي، من المصدر نفسه، ألا وهو الإرادة في تأجيل الاستهلاك الحالي بهدف إشباع أكبر في المستقبل. فالادخار هو الوسيلة لترك الناتج جانبا، والاستثمار في الأدوات التي تحول الناتج المتروك جانبا اليوم إلى رأسمال سينتج أو سيعطي ناتجا في المستقبل.

ويرى الكلاسيك، بأن الادخار المرغوب والاستثمار متوازنين بشكل طبيعي. بينما يرى كينز Keynes، أن الادخار والاستثمار آليتين نفسييتين متباينتين. فهو يرى الادخار رغبة في مراكمة رأس المال، يحركها الخوف أو التشاؤم ويطلق عليها روح القطيع أو "الروح الحيوانية" Animal Spirit عند المستحدث. ورأى كينز أن هذه الروح تكون ضعيفة معظم الوقت، وستخلق إشارة الحافز هذا، رغبة زائدة للادخار أكثر من الاستثمار.

يمكن تطبيق التحليل الكينزي على ما أطلق عليه "فقاعة الإنترنت" ونتائجها، في عام 1999 وبداية 2000 في السوق الأمريكي. ففي المصطلح الكينزي، قد يعني التفاؤل الذي كان قائما آنذاك، بخصوص مستقبل شركات الانترنت، أن الروح الحيوانية كانت قوية وكان الاستثمار صاعدا. أدى ذلك إلى رفع مستوى الناتج متسببا بتوسع اقتصادي كبير. وعند انفجار الفقاعة، انكفأت الإشارة الغريزية وهبط الاقتصاد. وكان جيمس توبين Tobin قد طوّر نظرية كينز في الاستثمار، فقدم مفهومها يسمى "كيو توبين" Tobin's q ويقابله "ف كالدور" Kaldor's v، أي نسبة القيمة السوقية للأصول أو رأس المال إلى كلفة استبداله. حيث إن القيمة السوقية لرأس المال هي قيمة أسعار الأسهم، وكلفة استبدال رأس المال، هي كلفة شراء كل المشروع والتجهيزات اللازمة لبناء الشركات التي يتم المتاجرة بأسهمها في السوق.

الشكل البياني رقم (1-3-1-1). النسبة Q في الاقتصاد الأمريكي بين الأعوام 1900 و2018



المصدر: Advisor Perspectives; Smithers co.; Valuing Wall Street, Andrew Smithers, Stephen Wright

تابع الإطار رقم (1-1-3-1). الاستثمار والادخار و"روح القطيع" Animal Spirit

إن القيمة الطبيعية "المعدل توبين" هي 1 الواحد، وتعني أن السهم إما مقيم بأعلى أو أقل من قيمته. عندما تكون "كيو" تساوي الواحد، هناك حافز قوي للقيام بالاستثمار الرأسمالي، بينما "كيو" أقل من الواحد تعني، أن الحافز ضعيف للقيام بالاستثمار الرأسمالي.

الشكل البياني رقم (2-1-3-1). التغير المئوي في النسبة Q عن المتوسط الحسابي



المصدر: Advisor Perspectives; Smithers co.; Valuing Wall Street, Andrew Smithers, Stephen Wright

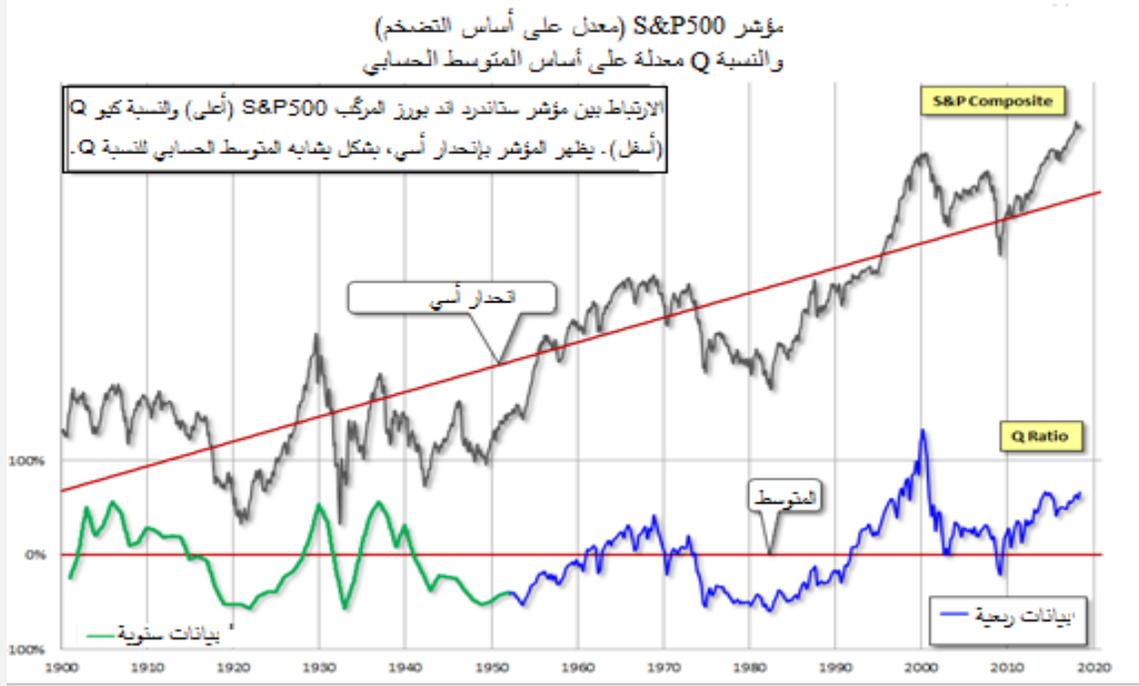
وبتطبيق مفهوم توبين، فإنه خلال فترة الهوس بفقاعة "الدوت كوم" على سبيل المثال، قَدَّرت قيمة بعض الشركات، التي لم تكن تملك إلا بعض الحواسيب والبرمجيات، بمليارات الدولارات. وبالتالي، فإن نسبة القيمة السوقية إلى كلفة الاستبدال كانت كبيرة. وهذا ما كان وراء بدء الكثير من شركات الإنترنت بالعمل من قبل مستحدثين ممولين برأس مال مغامر *venture capitalists*.

أيا يكن، ما إن انفجرت الفقاعة وهبطت قيمة "كيو" من مستوياتها القياسية، حتى وصل الاستثمار في "الدوت كوم" إلى التوقف عند مستويات دنيا.

إذا كان كينز وتوبين محقين، فإن سوق الأسهم عرضة لمزاج نفسي قوي متأرجح، مما يتسبب بابتعاد الأسعار عن قيمها الأساسية.

وإذا كان كينز وتوبين محقين، فإن شراء الأسهم، عندما تكون نسبة السعر/الربح (P/E) منخفضة بشكل غير عادي، والبيع عندما تكون النسبة P/E مرتفعة بشكل غير عادي، ستمثل استراتيجية رابحة في الأجل

الشكل البياني رقم (3-1-3-1). مؤشر السوق والنسبة Q



المصدر: Advisor Perspectives; Smithers co.; Valuing Wall Street, Andrew Smithers, Stephen Wright.

1-3-2 محددات الاستثمار

يمثل الاستثمار أحد أهم مكونات الطلب الكلي، ويتحدد بعوامل عديدة، حيث تتنوع هذه المحددات وتتباين بين الاستثمار الحكومي أو الخاص. وبرغم أنه لا يوجد اتفاق على هذه المحددات بين مختلف النظريات الاقتصادية، غير أنه يمكننا حصرها بما يلي:

(1) **معدلات الفائدة الحقيقية.** تمثل الفائدة تكلفة الاقتراض، حيث إن الشركات تقترض لتستثمر في رأس المال الجديد عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة، وتستثمر أقل في حال كانت هذه المعدلات مرتفعة.

(2) **درجة تأكد قطاع الأعمال من الطلب المستقبلي.** حيث يقبل على الاستثمار في حال التأكد من مستوى الطلب المستقبلي على المنتج، ويحجم عن الاستثمار الجديد في حال التأكد من أن الطلب سيكون منخفضاً.

(3) **المستوى التكنولوجي (التغير التكنولوجي).** تفتح التكنولوجيا الجديدة استثمارات جديدة، طالما تسعى الشركات للحفاظ على تكتيك إنتاجي حديث وكفوء ما أمكن وتنتج أحدث السلع والخدمات التي يطلبها المستهلك.

(4) **الضرائب.** عندما تستطيع الشركات الاحتفاظ بحصة أكبر من إيراداتها، بمعنى أن تكون الضرائب منخفضة، تستطيع عندها أن تستثمر أكثر، على اعتبار أن الضرائب المرتفعة تثبط الاستثمار الجديدة.

(5) **درجة استخدام الإمكانيات، أو مدى توفر طاقات إنتاجية زائدة (جاهزية إضافية).** أي إنه في حال كانت المصانع تعمل دون مستوى طاقتها حالياً، فمن غير المحتمل القيام باستثمارات، على اعتبار أنه يمكن زيادة الإنتاج ودون أن يتطلب ذلك رأسمالاً جديداً.

(6) **مستوى النشاط الاقتصادي والتوقعات.** تستثمر الشركات أكثر في حال توقعت أسعاراً أعلى لمنتجاتها في الفترة القادمة، وسيكون حافزها أقل في حال توقع أسعار منخفضة.

(7) **مخزون رأس المال والتغير في مخزون رأس المال.** إن مثل هذا التغير سيغير الطاقة الإنتاجية المستقبلية.

(8) **كلفة السلع الرأسمالية وعوامل التكلفة الأخرى.**

إن التغيير في واحدة من المكونات السابقة، يمكن أن يتسبب في انتقال كامل لمنحنى الطلب على الاستثمار.

1-3-3 العوامل المؤثرة في الاستثمار

يؤثر في الاستثمار مجموعة من العوامل أبرزها:

■ **الضمانات القانونية والاستقرار السياسي:** يعد الاستقرار السياسي في أي مجتمع من المجتمعات من أهم العوامل التي تزيد من حجم الاستثمارات المحلية وتجذب رؤوس الأموال الخارجية ويقصد بالاستقرار السياسي عدم وجود اضطرابات من نزاعات على السلطة واحتجاجات شعبية وصراعات إيديولوجية ويقصد بالاستقرار السياسي أيضاً عدم وجود نزاعات للدولة المعنية مع دول الجوار أو المنطقة الإقليمية. وبالطبع فإن الاستقرار السياسي يسهم في استقرار الأنظمة والقوانين والتشريعات ويشجع المستثمرين على توظيف أموالهم. فالاستثمارات لا تعيش في أجواء عدم الاستقرار السياسي باعتبار أن المستثمر لن يطمئن على أمواله في ظل وجود التوتر السياسي في الدولة . وفي كل أجواء الاضطرابات التي قد تتيح بالمشروع الاستثماري . والأمثلة كثيرة على ذلك . حيث يلاحظ في غالبية الدول ذات الاضطرابات السياسية انخفاض معدل الاستثمار المحلي والأجنبي.

■ **العملة المستقرة والاستقرار الاقتصادي:** يقصد بالاستقرار الاقتصادي أن يسود الاقتصاد سياسات مالية ونقدية متوازنة وعدم التخطب في التشريعات الاقتصادية، ومدى إسهام القطاع العام في الحياة الاقتصادية للدولة ومدى استقرار أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وطبيعة العلاقات الاقتصادية التي تربط الدولة مع الدول الأخرى، ومع المنظمات الاقتصادية الدولية. إن كل المؤشرات السابقة تكون موضع دراسة وتقييم من قبل المستثمر فعلى ضوءه يتخذ قراره بالقيام بالاستثمار أو الامتناع عنه. كما يضاف إلى المؤشرات السابقة حركة التبادل التجاري الخارجي ووضع ميزان المدفوعات إضافة إلى معدلات البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام السائد للأسعار، ومدى استقرار السوق المالي وحجم تداوله والنظام المالي والمصرفي، ومعدلات النمو الاقتصادي، وحجم الناتج القومي ومتوسط الدخل الفردي.

■ **أسعار الفائدة ووجود مؤسسات مالية لتشجيع المدخرات:** تدل أسعار الفائدة بشكل عام على تكلفة رأس المال، وبناءً عليها قد يقوم المستثمر بنشاطه أو يمتنع عن القيام به. فإذا كانت أسعار الفائدة على القروض في المؤسسات المالية متدنية فإن المستثمرين سيلجؤون للمصارف والمؤسسات المالية للحصول على الأموال واستثمارها والحصول على الفوائد المناسبة . أما إذا كانت أسعار الفائدة مرتفعة فإن المستثمرين سيجدون أن تكلفة رأس المال مرتفعة ومن ثم لن يقدموا على القيام بالاستثمار . كما أن أسعار الفائدة المرتفعة على الودائع تدفع بالمستثمرين إلى إيداع أموالهم لدى البنوك، وقد يعزفون عن الاستثمار في المجالات الأخرى . ونود الإشارة إلى أن ارتفاع أسعار الفوائد على الودائع يسهم في زيادة الطلب على عملة الدولة

التي تمنح معدلات فائدة مرتفعة، وهذا يؤثر بدوره في سعر صرف العملة، وعلى قدرتها على التأثير في حركة التجارة الخارجية وفي حجم الاستثمارات الخارجية.

■ **الدخل القومي:** إن زيادة الدخل القومي في بلد ما يؤدي إلى زيادة متوسط الدخل الفردي كما يؤدي إلى زيادة معدلات الادخار وهذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة معدلات الاستثمار، في حين أن انخفاض الدخل القومي يؤدي إلى انخفاض الميل الحدي للادخار وانخفاض معدلات الاستثمار. وفي الدول المتطورة والغنية التي تتسم بارتفاع الدخل القومي، ترتفع فيها معدلات الادخار والاستثمار، وتتنخفض في الدول الفقيرة بسبب انخفاض دخلها القومي. وبمناسبة الحديث عن أثر الدخل القومي في الاستثمارات لا بد من الإشارة إلى أن توزيع الدخل القومي بشكل متوازن على شرائح المجتمع يؤثر بدوره في معدلات الاستثمار ومعدلات النمو الاقتصادي.

■ **معدلات التضخم:** يعكس التضخم الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار وبشكل غير طبيعي ولمدة طويلة من الزمن. ومن المنطقي أن يتأثر الاستثمار بارتفاع معدلات التضخم بشكل سلبي، إذ إن المستثمر لا يستطيع تقدير قيمة مستلزمات الإنتاج والخدمات التي يحتاجها في استثماراته. ومن ناحية أخرى، وباعتبار أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يشير إلى انخفاض القدرة الشرائية للنقد، وعلى ذلك يصعب تقدير القيمة الحقيقية للتكاليف والإيرادات ومعدلات النمو السنوي لعوائد الاستثمارات. فإن المستثمرين قد لا يرغبون في الاستثمار في ظل معدلات تضخم ملحوظة. ومن المعروف أن معدلات التضخم تمتص معدلات النمو في قيمة الاستثمارات.

■ **توفر البنية التحتية:** تحتاج الاستثمارات إلى بيئة صالحة لكي تنمو وتترعرع. ولعل توفر مناخ استثماري ملائم يسهم في زيادة الاستثمارات ذلك أن تصور قيام مشروع ما دون توفر الماء والكهرباء والاتصالات والإنترنت والطرق والخدمات المالية والمصرفية.... إلخ هو ضرب من المحال. وإن توفر البنية التحتية المناسبة والمتطورة يسهم بشكل كبير في جذب الاستثمارات الداخلية والخارجية.

■ **شكل تنظيم الأعمال وسياسات الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي:** لقد أصبحت العلاقات الاقتصادية الخارجية تشكل ركناً أساسياً من أركان الإقدام على الاستثمار في بلد ما. ويتطلب قدوم الاستثمارات من خارج حدود الدولة المعنية، القيام بمعاملات مالية ونقدية محلية وتمويلات خارجية، لهذا كان التحرير المالي أمراً لا بد منه من أجل تشجيع الاستثمارات الخارجية. وقد أقدمت العديد من الدول على إصدار تشريعات لتشجيع الاستثمارات الخارجية، ووضعت اتفاقيات لتأمين حرية حركة رؤوس الأموال والأشخاص بشكل يلبي متطلبات الاستثمار.

1-3-4 دور الاستثمار (الاستثمار والنمو الاقتصادي)

تتطلب عملية الانتقال من مستوى إنتاج إلى آخر أعلى منه، زيادة في الإنفاق الاستثماري. ذلك أن حجم الاستثمار يرتبط بمستوى الدخل عبر الفائض الإنتاجي أو الربح المتاح للاستثمار. وتعني الزيادة في الدخل، زيادة في الفائض المتاح للاستثمار، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار. تدفع الزيادة التي تحصل في الفائض أو الربح الجهة المستثمرة، لتوقع المزيد من تدفق الفائض، كما تعطي المستثمر قدرة أكبر على التمويل الذاتي. ووفقاً لهذا السياق، يعمل المسرع أو المعجل Accelerator، الذي تتحدد بموجبه العلاقة بين نسبة التغير في مستوى الدخل أو الإنتاج الكلي ومعدل الإنفاق الاستثماري. إذاً، يؤدي التغير في مستوى الدخل أو الإنتاج الكلي إلى تغير مقابل في معدل الإنفاق الاستثماري.

تشكل الحركة المتتابعة التي تتولد عن الإنفاق الاستثماري الأصلي، ظاهرة أخرى هي مضاعف الاستثمار Multiplier. حيث إن الزيادة في الإنفاق الاستثماري، تتسبب بزيادة إجمالي الدخل الكلي بعدة أضعاف. تعمل قوى المسرع والمضاعف من اتجاهين مختلفين، فهما تتفاعلا وتخلقان حركة متنامية تؤدي إلى تسارع في نمو الدخل القومي.

لقد أكدت النظريات الاقتصادية على دور الاستثمارات، وبرزت الكثير من النماذج الشهيرة التي قدمها الجيل الأول من اقتصاديي التنمية بين عامي 1940-1975، منها مراحل النمو عند روستو Rostow، النمو المتوازن لنوركسه Nurkse ونظرية الدفعة القوية لروزنشتاين - رودان Rosenstien-Rodan، حيث تشير إلى قصور النظرية التقليدية من حيث اهتمامها بحالة التوازن الساكن، وأن الاستثمار يعادل صفراً. وبخصوص إحلال الواردات ومعدل التبادل الدولي برزت فرضيات بريش - مردال - سنجر Prebisch-Myrdal-Singer، أطروحة ليبينشتاين Leibenstein عن "الجهد الأدنى" أو "الحد الأدنى الحرج"، بمعنى ضرورة أن يتلقى الاقتصاد عند فترة زمنية معينة حافزاً للنمو أكبر من حد أدنى معين، ونموذج الفجوتين لشنيري Chenery.

لقد اعتقد هذا الجيل بضرورة الدور الإنمائي للدولة. أما الجيل الثاني من الاقتصاديين (1975 حتى الآن)، فيعتقد بأن كيفية تخصيص رأس المال هي أهم من عملية تراكم رأس المال.

لقد أشار Nurkse إلى ضرورة سير الاقتصاد بشكل متوازن عبر توزيع الاستثمارات على القطاعات جميعها، أي "النمو المتوازن". وأشار، هيرشمان Hirschman، إلى ضرورة تركيز الاستثمارات في القطاعات القائدة أو الرائدة، أي القطاعات التي لها تشابكات أمامية وخلفية تكون نقطة انطلاق في المستقبل لتنمية باقي القطاعات الأخرى، مستفيدة من إنتاج القطاع القائد، أو يستفيد القطاع القائد من إنتاجها، أي "النمو غير المتوازن" unbalanced growth.

المبحث الأول

أهمية أدوات الاستثمار وأنواعها

الأهداف التعليمية:

1. فهم وإدراك أهمية أدوات الاستثمار.
2. تبيين الاختلاف بين الاستثمار في الأصول المالية والمادية.
3. معرفة أنواع أدوات الاستثمار المالي ودور المؤسسات المالية.

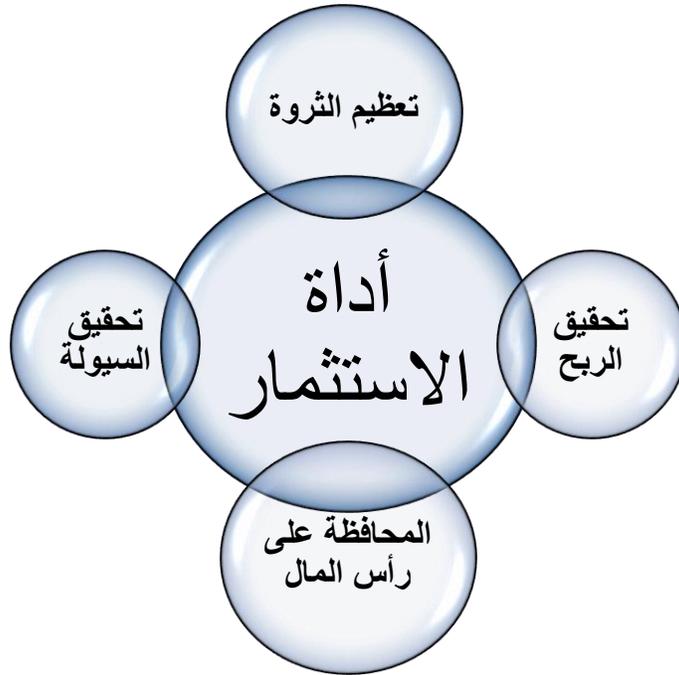
2-1-1 أهمية أدوات الاستثمار

يمكن اعتبار أدوات الاستثمار بأنها وسائل يقوم من خلالها المستثمرون بتوظيف أموالهم، وقد تكون أصولاً حقيقية أو مالية، وذلك بغية تنمية قيمتها وتعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها. إذا، فالورقة المالية هي أداة استثمار، كما هي حال الوديعة المصرفية. إن هذا المفهوم لأدوات الاستثمار هو مفهوم بسيط وأولي، غير أن الحال سوف يزداد تعقيداً إذا ما تعلق الأمر بالمنشآت الصناعية والزراعية الضخمة، وبالمنشآت والشركات المساهمة التي تحتاج إلى تنظيم لإظهار الحصص في الملكية وفي المديونية. وتجدر الإشارة إلى أن أداة الاستثمار قد تقتصر على أداة واحدة أو تتسع لتشمل أكثر من أداة. وقد تكون محفظة استثمارية، تشتمل على توليفة من أدوات الاستثمار والأوراق المالية.

لقد تعقد مفهوم الأدوات الاستثمارية وتنوع مع تنوع وتعقد الحياة الاقتصادية، ومع تشابك الأنشطة المختلفة وتأسيس الشركات الكبيرة التي تعمل بالعديد من أدوات الاستثمار. ويجب أن يكون معلوماً لنا بأن الأدوات الاستثمارية الحالية، من أوراق مالية متنوعة ومعدات وتجهيزات، وعلى الرغم من نموها، إلا أنها تتطور من وقت لآخر، سواء كان ذلك على المستوى المحلي أم على المستوى الدولي، ولاسيما في ظل الانفتاح الاقتصادي والتحرر المالي والمصرفي، وانتشار التجارة الإلكترونية وإمكانية التداول وإجراء المعاملات المصرفية من خلال شبكة الإنترنت في عالم يشهد العديد من التطورات المتسارعة، وخاصة في مجال الاتصالات والمعلومات وفي مجال العمل المالي والمصرفي الذي يقوم بخدمة الأنشطة الاستثمارية المتنوعة.

لقد أدت الثورة الحاصلة في الاستثمار والتمويل، وما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة، تسهّل عملية نقل وتوزيع المخاطر Risk Transfer and، مما يساعد على توفير السيولة في السوق الثاني، ومن ثم توفر خاصيتي العمق والاتساع وتحسين الكفاءة. ونظراً لتعاظم دور أدوات المضاربة والتحوط، أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية كبيرة، سواء من ناحية وضع القوانين والتشريعات التي تحكم التعامل بها، أم من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تحكم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وتقييمها والإفصاح عنها.¹ لقد كانت المشتقات سبباً في نشوء منهج محاسبي جديد، هو محاسبة التحوط Hedge Accounting، قائم على أسس وقواعد جديدة مختلفة عن المتعارف عليها، من حيث شروط ومتطلبات الاعتراف بالموجودات والمطلوبات التي تنشأ عن التعامل بها، ومن حيث أساليب قياسها وتقييمها والإفصاح عنها.

الشكل رقم (1-1-1-2). أهمية أدوات الاستثمار



¹ FASB Statement No.119(1994);
IASB, Financial Instruments, No.3, IFRS 9.

2-1-2 الاستثمار في الأدوات المالية والأدوات الحقيقية

يمكن للمستثمر أن يمتلك أصلاً قد يكون حقيقياً أو مالياً، ويطلق على هذا الأصل مصطلح أداة الاستثمار *Investment Tool*، كما يطلق عليه بعضهم مصطلح وسيلة الاستثمار *Investment Media*. وتتعدد أدوات الاستثمار إلى درجة يصعب معها التعرف عليها جميعاً، لهذا نكتفي بأكثرها أهمية وهي الأوراق المالية، العقارات، السلع، المشروعات الاقتصادية، العملات الأجنبية، المعادن وصناديق الاستثمار. إن أهم خصائص الأدوات الاستثمارية التي تقع في أساس مختلف تنويعات أدوات الاستثمار، يمكن أن تكون العائد على الاستثمار والمخاطر التي تعرّف بأنها عدم اليقين بشأن العائد الفعلي للاستثمار، الذي سيتم الحصول عليه (تحديد وقياس عوائد ومخاطر الاستثمارات ستتم مناقشتها لاحقاً).

يمكن ربط كل نوع من أدوات الاستثمار، بمستوى معين من الربحية والمخاطرة بسبب خصوصيات هذه الأدوات المالية. غير أن مختلف أنواع الأدوات الاستثمارية، الأكثر خطورة منها والأقل خطورة، يمكن مقارنتها باستخدام المخاطرة والعائد. وترتبط المخاطرة والعائد على الاستثمار ارتباطاً وثيقاً، وباستخدام كل منهما يمكننا أن نفهم الاختلافات بين أدوات الاستثمار.

وبالرغم من أننا نركز في هذا الكتاب على المحافظ الاستثمارية، وبشكل أكثر تحديداً على الاستثمارات المالية، بمعنى أن الموضوع سيكون، عن المحافظ المشكّلة من الأصول والأوراق المالية القابلة للتسويق على وجه الخصوص. غير أننا وبهدف الوصول إلى فهم أعمق لخصائص الأصول المالية، لابد من مقارنة الاستثمار في هذا النوع من الأصول مع الاستثمار في الأصول الحقيقية. ولهذا الغرض، فإننا سنتعرض للاستثمار في الأصول الحقيقية بشيء من التفصيل.

ويختلف الاستثمار في الأصول المالية عن الاستثمار في الأصول الحقيقية في الجوانب المهمة الآتية:

- (1) الموجودات المالية القابلة للتجزئة، في حين أن معظم الموجودات المادية ليست كذلك. ويكون الأصل قابلاً للتجزئة إذا كان باستطاعة المستثمر شراء أو بيع جزء صغير منه. وفي حال الأصول المالية، يعني ذلك أن المستثمر، على سبيل المثال، يمكنه شراء أو بيع جزء صغير، من كامل الشركة كموضوع استثماري، بأن يشتري أو يبيع عدداً من الأسهم العادية؛
- (2) القابلية للتسويق (أو السيولة)، وهي سمة الأصول المالية التي لا تتقاسمها مع الأصول المادية، والتي عادة ما تكون منخفضة السيولة. وتعكس قابلية التسويق (أو السيولة) جدوى تحويل الأصل إلى نقدية بسرعة

ودون التأثير على سعره بشكل ملحوظ. فمعظم الأصول المالية يسهل شراؤها أو بيعها في الأسواق المالية؛

(3) فترة الاحتفاظ. قد تكون مدة الاحتفاظ المخطط لها للأصول المالية أقصر بكثير من فترة الاحتفاظ لمعظم الموجودات المادية. وتعرف فترة الاحتفاظ بالاستثمارات، بأنها الفترة الزمنية بين توقيع أمر شراء الأصل وبيعه. وعادة ما يخطط المستثمر الذين يملك الأصل المادي للاحتفاظ به لفترة طويلة، بينما يمكن أن يكون الاستثمار في الأصول المالية، من مثل الأوراق المالية، لمدة معقولة قد تمتد أشهراً أو سنة. وتتباين فترة الاحتفاظ بالاستثمار في الأصول المالية، في نطاق زمني واسع جداً، وتتوقف على أهداف المستثمر واستراتيجية الاستثمار؛

(4) المعلومات. غالباً ما يكون الحصول على المعلومات المتعلقة بالأصول المالية أكثر وفرة وأقل تكلفة من المعلومات المتعلقة بالأصول المادية. ويعطي توافر المعلومات إمكانية حقيقية للمستثمرين، للحصول على المعلومات الضرورية التي يمكن أن تؤثر في قراراتهم الاستثمارية وفي نتائج الاستثمار. وبما أن جزءاً كبيراً من المعلومات المهمة للمستثمرين في تلك الأصول المالية من مثل الأسهم والسندات متاحة للجمهور، فإن العديد من العوامل التي لها تأثير في قيمة هذه الأوراق المالية، يمكن تضمينها في التحليل والقرار المتخذ من قبل المستثمر.

إذاً، حتى لو قمنا بتحليل الاستثمار المالي فقط، فإنه يوجد مجموعة كبيرة ومتنوعة من أدوات الاستثمار المالي. وتفتح عمليات العولمة والتكامل إمكانات أوسع للمستثمرين، للاستثمار في أدوات استثمارية جديدة لم تكن متاحة لهم منذ بعض الوقت، بسبب ضعف النظم المالية المحلية والتكنولوجيات المحدودة التي يمكن استخدامها للاستثمار في بيئة الاستثمار العالمية.

وتقدم الابتكارات المالية خيارات جديدة أمام المستثمرين للقيام بعملية الاستثمار. غير أن هذه الابتكارات المالية، في الوقت نفسه، قد جعلت عملية الاستثمار وقرارات الاستثمار أكثر تعقيداً، لأنه حتى لو كان لدى المستثمرين مجموعة واسعة من بدائل الاستثمار، إلا أنه لا يمكننا أن ننسى القاعدة الرئيسية في الاستثمار، وهي أن يكون الاستثمار في "المجال الذي يفهمه المستثمر فقط". ويجب على المستثمر، أن يفهم كيف تختلف الأدوات الاستثمارية بعضها عن بعض، وبعدها فقط يمكنه اختيار تلك التي تناسب أفضل توقعاته.

الإطار رقم (1-2-1-2). دور المؤسسات المالية

تتعدد أدوات الاستثمار وتتنوع، وتقوم المؤسسات المالية بالاستفادة من هذا التنوع من أجل ضمان بقائها واستمرارها، وتحقيق عوائد مرتفعة تتناسب وتطلعات الملاك المساهمين والإدارة. وتقوم المؤسسات المالية بدور بارز وكبير الأهمية في مجالات الاستثمارات كافة يأتي في مقدمها:

1) شراء أسهم الشركات

تستطيع المؤسسات المالية اليوم، تنفيذ جميع العمليات المرتبطة بتأسيس الشركات المختلفة. حيث تستطيع تقديم المساعدة في دراسات الجدوى، الجوانب القانونية وإجراء الاتصالات المختلفة مع الجهات العامة والخاصة. وتمكنت المؤسسات المالية بنتيجة ذلك، من الحصول على معلومات صحيحة عن الشركات التي تعمل على إنشائها. وتشجع هذه المعرفة، المؤسسات المالية على تقديم الاسهامات المالية في تلك الشركات. ولكن مستوى إسهام المؤسسة المالية، نسبي ويرتبط بعدد من العوامل من مثل حجم الاستثمار المطلوب، مجال نشاط الشركة وفيما إذا كان هذا النشاط يمثل نشاطاً جديداً، أم هو نشاط تقليدي معروف. كما أن مستوى الاسهام، يرتبط أيضاً بمدى استعداد الجهات المصرفية الأخرى لتمويل هذه الشركة. وقد تكون مساهمة المؤسسة المالية كبيرة في تأسيس الشركة في بعض الحالات، خاصة لدى توفر القدرة المالية والاستثمارية. وتنتج هذه المساهمة المرتفعة عن المعرفة الدقيقة من قبل المؤسسة المالية لهذه الشركة، والعائد المرتبط بهذه المساهمة. وبعد انقضاء فترة على تأسيس الشركة، قد تميل المؤسسة المالية أو المصرف، نحو تخفيض مستوى المساهمة بهدف تغيير هيكل المحفظة الاستثمارية خاصته.

2) البيع التدريجي للمساهمات

يتولى القائمون على إدارة السياسة الاستثمارية في المؤسسات المالية، وباستمرار، دراسة ومراجعة مكونات المحفظة الاستثمارية. ويمكن أن تتوجه هذه الإدارة نحو بيع بعض المساهمات وبشكل متدرج، في بعض الشركات، وذلك بهدف تدوير الأموال والدخول في أنشطة استثمارية أخرى. غير أنه يجب أن نذكر، بأن المؤسسة المالية قد لا تقدم على عملية تخفيض قيمة مساهمتها في هذه الشركات التي أسهمت في تأسيسها، إذا كانت هذه المساهمات تحقق نسبة جيدة من العوائد. وقد تفضل المؤسسة المالية، الاحتفاظ بالمساهمات التي تمكنها من إبقاء سيطرتها وتفوقها داخل الشركة عبر التمثيل في مجلس الإدارة. وعند اتخاذ المؤسسة المالية قرار تخفيض نسبة مساهمتها المباشرة في بعض الشركات، فإنها تعتمد الأسلوب التدريجي في

التخفيض، على اعتبار أن بيع هذه المساهمات دفعة واحدة، سيدفع إلى تخفيض أسعارها، حيث إن مثل هذا التصرف سيؤدي إلى تراجع قيمة أسهم هذه الشركة ويضعف الثقة فيها. وقد تقرر المؤسسة المالية في بعض الأحيان، تخفيض مساهمتها في بعض الشركات، لأنها تجد أن هذه المساهمات لاتتوافق مع تركيبة محفظتها الاستثمارية. إذا، من المهم تقديم إجابات واضحة للشروط المطلوب تحققها في المحفظة الاستثمارية للمؤسسة المالية، من حيث النوعية، معدلات المخاطرة المرتبطة، العوائد المتوقعة ودرجة التنويع.

3) خصخصة المؤسسات العامة

تقوم المؤسسات المالية بدور مهم عند تحويل مؤسسات القطاع الحكومي أو "العام" إلى مؤسسات خاصة (الخصخصة). ويتمثل هذا الدور، في المساهمة بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية، في تقديم الاستشارات اللازمة، تقييم الأصول والخصوم لهذه المؤسسات وتحديد عدد الأسهم وأسعارها عند الإصدار. وفي إطار الحديث عن عمليات الخصخصة، أو التحول نحو اقتصاد السوق، كما جرى ومازال في العديد من الدول، فإنه يجدر التنويه بأن أحد المداخل المفضلة بهذا الخصوص، إنما يتمثل في الانتقال أو التحول المتدرج Gradual Transition بدلاً من التحول دفعة واحدة Big Bang ومايمكن أن يتركه ذلك من تأثيرات سلبية. ويقصد من التحول التدريجي، عملية بيع مؤسسات القطاع العام بشكل متدرج. حيث تتنازل الدولة عن ملكية هذه المؤسسات وعن إدارتها وفق نسب معينة في مرحلة أولى، ومن ثم يتم زيادة هذه النسبة لصالح القطاع الخاص، حتى تصل إلى تحقيق الخصخصة بشكل كامل. ويمكن للمؤسسة المالية هنا، أن تسهم في تنفيذ هذه العملية سواء عن طريق القيام بالشراء للنسب المتنازل عنها، أم عن طريق قيامها بإدارة إدراج الأسهم ضمن السوق المالية.

4) شراء سندات الشركات المساهمة

يمكن للمؤسسة المالية أن تسهم في إدارة وتأسيس المؤسسات الجديدة. كما أنها تستطيع القيام بإدارة عملية تحويل ملكية المؤسسات، من شركات أشخاص إلى شركات أموال. إذ تستطيع تقديم الاستشارات المختلفة لهذه الشركات، وإعداد دراسات الجدوى لهذه العملية. وقد تقرر المؤسسة المالية، شراء قسم من الأسهم المصدرة. ومن ثم تؤدي المؤسسة المالية هنا، دوراً اقتصادياً مهماً، حيث تعزز مبدأ العدالة الاقتصادية من خلال توزيع الملكية على أكبر عدد ممكن من المساهمين. كما أنها قد تتجه لشراء السندات الصادرة عن الشركات المساهمة، محققة بذلك مجموعة من الأهداف نذكر منها:

1. زيادة تنوع المحفظة الاستثمارية.
 2. تحقيق استقرار نسبي في ربحية الاستثمار.
 3. تخفيض درجة المخاطرة.
 4. تجنب المشاركة في إدارة الشركة، والحصول على الفوائد المحددة فقط.
- وتجدر الإشارة، إلى أن المؤسسة المالية قد تؤدي دوراً مهماً قبل عملية إصدار السندات، حيث يمكن لها أن تقدم الاستشارات المتعلقة بعملية الإصدار. ويمكن لها أن تدير وتنفذ عملية الإصدار، أو قد تقوم بتوزيعها على المستثمرين.

5) تأسيس الشركات الاستثمارية والشركات القابضة

تقوم الشركات الاستثمارية باستقطاب الادخار واستثمارها في شراء الأسهم والسندات، حيث يمكن لهذه الشركات العمل في سوق الإصدار وفي سوق التداول. ويمكن للمؤسسة المالية، وهي بنك الاستثمار في هذه الحالة، أن تقوم بتأسيس شركات استثمار وأن تسهم فيها بالاشتراك مع مؤسسات مالية أخرى، كشركات التأمين أو مع شركات القطاع الخاص.

وقد يقوم البنك، بالإضافة إلى ما تقدم، بتقديم المساعدة عند تأسيس الشركات القابضة. حيث تتولى الشركات القابضة إدارة أسهم الشركات التابعة، مع تمتعها بحق إصدار أسهم وسندات. حيث إن الشركات القابضة تستفيد من ميزة الإنتاج الكبير والقدرات الكبيرة في مجال التسويق والتكامل الأفقي والعمودي.

6) تأسيس شركات رأس المال المغامر

تسهم المؤسسات المالية في تأسيس شركات رأس المال المغامر Venture Capital، حيث تقوم هذه الشركات بتقديم رأس المال اللازم لتأسيس المشروعات. ويتم ربط العائد بالأرباح المحققة، ومن ثم تكون العلاقة بين الطرفين قائمة على سيطرة شركات رأس المال المغامر على هذه المشروعات. تعد درجة المخاطرة مرتفعة في هذه المشروعات، وبذلك قد تكون نسب الربحية عالية أيضاً. إذا، يتمثل الدافع الأساسي لهذه الشركات نحو هذا النوع من المشاريع ذات الخطورة العالية، في العائد المرتفع.

7) تكوين المحافظ الاستثمارية للغير

تستطيع المؤسسات المالية شراء الأسهم والسندات من السوق المالية، لصالح عملائها الذين يوكلوا لها بهذه العملية، بسبب الخبرة الكبيرة في السوق. حيث إن الكثير من العملاء الراغبين في تنفيذ عمليات الشراء

والبيع للأسهم والسندات، هم في غالب الأحيان ليسوا ذوي خبرة في هذا المجال. و قد يكون هؤلاء العملاء منظمات خيرية أو مؤسسات أخرى شبيهة، لذلك يلجؤون إلى توكيل المؤسسة المالية لتقوم بتنفيذ هذه العمليات نيابة عنهم.

(8) أدوات الاستثمار "للصيرفة الإسلامية"

إن تبني الصيرفة الإسلامية، يستدعي استبدال الكثير من المنتجات المالية، بأخرى تتوافق مع آليات عمل ما يسمى "المصارف الإسلامية". ونذكر في هذا الإطار، الأسهم والسندات التي يتم طرحها دون الاعتماد على تحديد معدل فائدة ثابت، وإنما يتم طرحها مقابل الحصول على نسبة محددة من الأرباح المحققة من قبل الشركات المعنية. وقد تقوم المؤسسات المالية بتمويل الشركات، مقابل أن يقدم الطرف الآخر الخبرة والجهد في تأسيس وتشغيل المؤسسة.

2-1-3 الأوراق والأدوات المالية

تعد الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار في الوقت الراهن، وذلك لما توفره للمستثمر من مزايا لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى. وتختلف الأوراق المالية فيما بينها من نواح عدة:

I. فمن حيث الحقوق التي ترتبها لحاملها، منها ما هو أدوات ملكية Equity Instruments كالأسهم بأنواعها Stocks والتعهدات Warrants، كما أن منها ما هو أدوات دين Debt Instruments كالسندات Bonds أو شهادات الإيداع Certificates of Deposit وغيرها.

II. ومن حيث الدخل المتوقع منها، هناك أوراق مالية متغيرة الدخل كالسهم الذي يتغير نصيبه من التوزيعات Dividend من سنة لأخرى، ومنها ما هو ثابت الدخل كالسند الذي يتحدد كوبونه بنسبة ثابتة من قيمته الاسمية.

III. كما تختلف الأوراق المالية في درجة الأمان التي توفرها لحاملها، فالسهم الممتاز مثلا يوفر لحامله أمانا أكثر من السهم العادي، ولكن أيا منها أقل أمانا من السند المضمون بعقار Mortgage، لأن الأخير يوفر لحامله حق حيازة الأصل الحقيقي الذي يضمن السند في حالة توقف المدين عن الدفع.

وتتمثل الأنواع الرئيسية لأدوات الاستثمار المالي في المجموعات الآتية:

- أدوات استثمارية قصيرة الأجل (أدوات سوق النقد)؛
- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات والأسهم الممتازة)؛
- الأوراق المالية ذات الدخل المتغير (الأسهم العادية)؛
- أدوات المضاربة والتحوط (عقود المشتقات).
- أدوات الاستثمار الأخرى (شركات وصناديق الاستثمار).

وسنقوم بمناقشة كل نوع من الأدوات المذكورة أعلاه، على حدة وبشيء من التفصيل في المباحث التالية، مع التنويه إلى أن التوسع في هذه الأدوات إنما ترك لمقرر الأسواق المالية.

الإطار رقم (1-2-3-1). أدوات الاستثمار في المؤسسات المالية

يمكننا، بشكل عام، أن نميز بين أدوات الاستثمار التالية في المؤسسات المالية:

1- الاستثمار في القروض: تعد القروض، من أعمال الاستثمار المهمة بالنسبة للمؤسسة المالية، إذ تعتمد كثيراً على منح القروض. وتشكل عمليات الإقراض، النشاط الرئيس للاستثمار في العديد من المؤسسات المالية، لاسيما البنوك التجارية وشركات التأمين. وتفضل العديد من المؤسسات المالية هذا النوع من الاستثمار على غيره، سواء الاستثمار في النقدية أم في الأوراق المالية.

وتتفرد المؤسسات المالية، كما هو معروف، بنشاط الإقراض، ولذلك تكتسب هذه الأداة الاستثمارية أهمية بالغة فيها. وتشكل القروض أداة الاستثمار الرئيسة والمطلقة في بعض المؤسسات المالية المصرفية كالبنوك الزراعية. ويمكن تصنيف القروض في المؤسسات المالية وفق سس عدة نذكر منها ما يلي :

- حسب تاريخ الاستحقاق: قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة الأجل وقروض طويلة الأجل.
- حسب معيار الضمان: قروض بضمان وأخرى غير مضمونة.
- حسب نشاط المقترض: قروض منشآت الأعمال، السماسرة والوسطاء، قروض التجارة الخارجية...
- حسب توقيت دفع الفائدة: بشكل مسبق، بشكل متأخر ...

2- الاستثمار في أنشطة التأمين: تمارس المؤسسات المالية، وخاصة شركات التأمين هذا النشاط، على أنه أداة تقي المستثمرين من المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، وللتعويض عن الأضرار والخسائر التي تلحق بالأفراد والمنظمات، معتمدة على توزيع المخاطر على أكبر شريحة ممكنة من أجل تخفيفها.

3- الاستثمار في أنشطة التأجير: تلجأ المؤسسات المالية إلى شراء بعض الأصول وتأجيرها للغير، وهي تحقق عوائد جيدة من جراء هذا النشاط، ولاسيما أن الكثير من المستثمرين لا يميلون إلى شراء الأصول بل إلى استئجارها. وغالباً ما تقوم المؤسسات المالية، بالتأجير المالي Financial Lease.

4- الاستثمار في الأوراق المالية: يحظى هذا النوع من أدوات الاستثمار بأهمية بالغة ومكانة خاصة لدى المؤسسات المالية، إذ إنها تتعامل به بشكل واسع، أكثر من أي نوع آخر من منظمات الأعمال.

5- الاستثمار في أدوات استثمار حقيقية: يشمل هذا النوع من الاستثمار، قيام المؤسسات المالية بالاشتراك في تأسيس منظمات أعمال معينة وشركات ومؤسسات إنتاجية، والقيام بإنشاء العقارات اللازمة لإنجاز أعمالها وأنشطتها، وتأجير ما يزيد عن حاجتها.

المبحث الثاني

الاستثمار في الأدوات المالية القصيرة الأجل

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على أدوات الاستثمار قصيرة الأجل.
2. معرفة الخصائص الاستثمارية للأدوات القصيرة الأجل.
3. إدراك المزايا الاستثمارية للأدوات القصيرة الأجل.

إن أدوات الاستثمار القصيرة الأجل، هي تلك التي تستحق خلال سنة واحدة أو أقل. وتعرف أدوات الاستثمار القصيرة الأجل، غالباً، على أنها أدوات سوق النقد، لأنه يتم المتاجرة بها في السوق النقدي، أي السوق المالي للأصول المالية القابلة للتداول بأجال قصيرة (مدة استحقاق تصل إلى سنة واحدة). وتكتسب أسواق النقد أهمية خاصة باعتبارها تمكن المشتركين فيها من تعديل مراكزهم النقدية بأدوات متعددة، حيث يتمكن المستثمرون من توظيف أموالهم لمدة قصيرة وتحقيق عائد إلى حين استحقاق التزاماتهم من ضرائب أو أقساط أو أجور أو أية مدفوعات أخرى.

وتكون عادة مخاطر وعوائد الاستثمار في أدوات الاستثمار القصيرة الأجل أقل من تلك المتعلقة بالاستثمارات الأخرى. وأدوات الاستثمار القصيرة الأجل الرئيسية هي: شهادات الإيداع؛ أذون الخزانة؛ الأوراق التجارية؛ القبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء.

2-2-1 أذونات الخزانة Treasury Bills

تعرف أذونات الخزانة بأنها سندات قصيرة الأجل تمكن حاملها من الحصول على عائد ثابت في تاريخ محدد. لا تدفع الفائدة على أذونات الخزانة بشكل مباشر، وإنما يتم بيع الأذونات بخصم ومن ثم يتحدد سعر الفائدة بناءً على مقدار الخصم.

تعد أذونات الخزانة من أدوات الاستثمار المؤقتة المناسبة لأنها توفر مزايا مهمة:

(a) إنها استثمارات خالية من المخاطر Risk – Free باعتبار أن الحكومة تضمن هذه الأوراق.

- (b) إمكانية تسويقها في السوق الثانوي لأن المتعاملين بها على استعداد دائم للشراء أو البيع ، وبذلك تحقق متطلبات السيولة النقدية.
- (c) تحقق عوائد مناسبة ومؤكدة لأنها تصدر بخصم ولمدة زمنية قصيرة، وليس ثمة تأثير لتغيرات أسعار الفائدة عليها.

2-2-2 الأوراق التجارية Commercial papers

تتخذ غالباً شكل سندات إذنية صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية، كأداة من أدوات التمويل القصير الأجل. وتعد الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر كاملة وعلى أساس الخصم، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة، مما يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها عالية نسبياً، وهذا يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع منها عالياً أيضاً. يقوم المستثمرون بالاكتتاب على هذه الأوراق لمدة تتراوح ما بين أسبوع و 270 يوماً. وتعمل الشركات المصدرة للأوراق التجارية على الاحتفاظ بحسابات اعتماد غير مستخدمة لدى البنوك لضمان قيمة هذه الأوراق.

تحقق هذه الأوراق مزايا للشركات المصدرة بأنها تحصل على التمويل المطلوب بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة الأولي أو البرايم Prime rate، أي السعر الذي تقرض به البنوك التجارية أفضل عملائها، ويحصل المقرضون على عوائد تفوق تلك المتوفرة على أدونات الخزينة.

3-2-2 شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول Negotiable Certificates Of Deposit (NCD)

هي أدوات دين صادرة عن البنوك التجارية، تمنح حاملها حقاً مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد، تصدر بقيم اسمية مختلفة، ولمدد مختلفة، حسب مدة الوديعة. ولكنها تكون دائماً أقل من سنة، و يثبت عليها عادة سعر الفائدة. ويمكن بيعها أو التنازل عنها، ويحق لحاملها الحصول على معدل فائدة يتناسب في العادة طردياً مع تاريخ الاستحقاق. وتحسب فائدتها على أساس 365 يوماً. وتوفر شهادات الإيداع للمستثمر صاحب الوديعة مزايا عدة منها:

- 1) فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، عن طريق بيع هذه الشهادات مقابل تنازله عن جزء من العائد؛
- 2) تتمتع بقدر كبير من السيولة و درجة عالية من الأمان لأنها تصدر بصيغة لحامله؛ وغالباً ما تكون مضمونة من البنك المركزي؛
- 3) تجنب المستثمر فيها مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

2-2-4 القبولات المصرفية

Bank Acceptance

تعد القبولات أمراً بالدفع يطلب من خلاله العميل من البنك بأن يقوم بدفع مبلغ معين في تاريخ معين لطرف ما. وعندما يقبل البنك هذا الأمر يسمى قبولاً مصرفياً. يمكن بيع القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه، الذي يتراوح ما بين شهر إلى ثلاثة أشهر. يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب. كما أنها في معظم الأحيان، تكون قابلة للخصم لدى البنك المركزي (ميزة الأمان). وترتبط القبولات المصرفية المتداولة في سوق النقد بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، فعندما تنخفض أسعار الفائدة يقل الإقبال عليها كما يقل حجم إصداراتها.

2-2-5 اتفاقيات إعادة الشراء

Repurchase Agreement

هي اتفاقيات بين المقرضين والمقرضين، يقوم من خلالها أحد التجار ببيع أوراق مالية بمبلغ معين لتاجر آخر، ويقوم بإبرام صفقة إعادة شرائها من هذا التاجر الآخر في موعد محدد وبسعر محدد، وهو أعلى من السعر الذي تم به البيع في البداية. وهناك أيضاً صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة، وهي صكوك تعطي الحق لحاملها في شراء عدد من أسهمها مستقبلاً بسعر متفق عليه مسبقاً ويطلق عليه سعر التنفيذ. ويمكن أن تكون اتفاقية إعادة الشراء، اتفاقاً بين بنك أو جهة مانحة للقروض من ناحية، وشركة مقترضة من ناحية أخرى. حيث تقوم الشركة المقترضة ببيع الأوراق المالية التي تملكها إلى البنك بسعر محدد، وتتعهد بموجب الاتفاق، بشراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ محدد لاحق. وتتراوح فترة الاتفاقية عادة

بين 3 و14 يوماً. يمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، الفائدة الفعلية المدفوعة على المبلغ المقترض، وهي عادة منخفضة نسبياً بسبب قصر فترة القرض.

المبحث الثالث

الاستثمار في أوراق الدخل الثابت

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت.
2. تقسيم السندات والأسهم الممتازة، ومعايير التقسيم.
3. إدراك المزايا الاستثمارية للسندات والأسهم الممتازة.

يمتد أجل بعض الأوراق المالية ذات الدخل الثابت إلى تاريخ الاطفاء، أو لأجل غير مسمى. إذا، هي أوراق مالية ذات عائد ثابت، ويمكن أن يتم التعبير عن المبالغ الثابتة بمصطلحات نقدية، أو يتم ربطها بمؤشر لمستوى السعر أو معيار ما. يقدم هذا النوع من الاستثمارات المالية من خلال مجموعتين مختلفتين من الأوراق المالية، هي: سندات الدين الطويلة الأجل والأسهم الممتازة.

1-1-3-2 السندات Bonds

يعرّف السند على أنه جزء من قرض، أو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر لحامل السند بدفع قيمة القرض عند الاستحقاق، بالإضافة إلى فائدة محدّدة المقدار تدفع دورياً. يمتاز السند بعدد من الخصائص من أهمها أن السند أداة دين؛ أداة استثمارية ثابتة الدخل؛ يستحق في أجل محدّد وقابل للتحويل.

ويتم تقسيم السندات وفقاً لمعايير كثيرة (الرسم التوضيحي رقم 1-1-3-2)، كأن نقول:

- 1) على أساس جهة الإصدار.
- 2) على أساس شكل الإصدار.
- 3) على أساس الأجل.
- 4) على أساس الضمان.
- 5) حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء.

6) حسب قابليتها للتحويل.

عند تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار، نميّز بين السندات الحكومية والسندات الأهلية الصادرة عن مؤسسات القطاع الخاص. ونذكر من السندات الحكومية أذونات الخزينة وسندات البلديات، ومن مزاياها أنّها ذات درجة أمان عالية، كما أنّ عوائدها تعفى من ضريبة الدخل، وهي غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

وفي حال تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار، نميّز بين سندات لحامله وسندات مسجلة. تطبق في حالة السندات لحامله، القاعدة القانونية بأنّ الحيازة هي سند الملكية، وتنتقل ملكية هذا السند بمجرد التسليم، و لا حاجة لإجراء القيد في سجلات الشركة المصدرة. ويحمل السند المسجل اسم مالكة، ويسجل أيضاً في سجلات الشركة المصدرة له، أمّا ملكية هذا النوع من السندات فتنتقل عن طريق القيد في دفاتر الشركة المصدرة.

وعند تقسيم السندات على أساس الأجل يجري التفريق بين سندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل. لا يتجاوز أجل السندات القصيرة الأجل العام الواحد، ويتم تداولها في سوق النقد كأذونات الخزينة، وهي عالية السيولة ومخاطرها متدنية. تتراوح مدة السندات متوسطة الأجل بين سنة وسبع سنوات، وتكون معدّلات الفائدة عليها أعلى من النوع السابق. يزيد أجل السندات طويلة الأجل عن 7 سنوات، ويتم تداولها في سوق رأس المال، وعادةً ما تكون معدّلات الفائدة عليها أعلى من النوعين السابقين كليهما. تقسيم السندات على أساس الضمان إلى سندات مضمونة، كالسندات العقارية، وسندات غير مضمونة (السندات العادية)، حيث إنّ الضمان هو تعهد المصدر بالدفع.

تقسم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء، إلى سندات غير قابلة للاستدعاء Non-Callable Bonds والسندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds. في حالة السندات غير قابلة للاستدعاء، لا تستطيع الشركة المصدرة لها سداد قيمة هذا النوع من السندات إلا في تاريخ استحقاقها. أما السندات القابلة للاستدعاء فيمكن للشركة المصدرة لها أن تقوم بسدادها قبل تاريخ استحقاقها. ويمكننا هنا، التمييز بين سندات تتّصف بالاستدعاء المطلق Free Callable، وسندات ذات الاستدعاء المؤجل Differed Callable والتي لا تستطيع الجهة المصدرة لها استدعاء حاملها قبل مدة زمنية تتراوح ما بين خمس إلى عشر سنوات من تاريخ إصدارها.

وعدت تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل، نَمِيز بين سندات غير قابلة للتحويل Non-Convertible Bonds وأخرى قابلة للتحويل Convertible Bonds. فالسندات غير قابلة للتحويل هي سندات لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، لذلك فإنَّ معدّل الفائدة عليها يكون أعلى من النوع الآخر. أما السندات القابلة للتحويل، فتجمع بين خصائص الدين وحقوق الملكية، فهي أوراق ماليّة هجينة Hybrid يمكن هيكلتها لتحقيق سلسلة واسعة من أهداف التمويل والاستثمار.

وبهدف تحديد أكثر هياكل السندات ملائمة لاحتياجات تمويل معيّنة، ينبغي على مصدر الأوراق الماليّة أن يدرس عن كثب المزايا والمساوئ النسبيّة لكل البدائل المتاحة.

الرسم التوضيحي رقم (2-3-1-1). تقسيم السندات



إنّ السند القابل للتحويل عبارة عن ورقة ماليّة ذات دخل فائدة ثابت Fixed Income Security، تمنح لحاملها قسيمة Coupon دون مستوى الدين الواضح Sub – Straight Debt، وتتضمّن خياراً ضمنيّاً متاحاً، وليس ملزماً لحاملها بتحويلها إلى عدد من الأسهم. كما يمكّن السند القابل للتحويل الجهة المصدرة له، من الاقتراض بثمن منخفض، بسبب حق الخيار المشار إليه، وبما أنّ سعر ممارسة حق الخيار

Exercise Price وهو سعر التحويل، يكون أعلى من السعر السائد في السوق Out of The Money، فإن المصدر يكون قد باع الأسهم على أساس سعر مؤجل وبعلاوة على السعر السائد للسهم. إذا، تعطي السندات القابلة للتحويل حاملها، الحق في تحويلها إلى أسهم عادية في مدة زمنية محددة، لذلك فإن معدل الفائدة عليها أقل مما هو على السندات غير القابلة للتحويل. يسمى المعدل الذي يتم به تحويل السندات إلى أسهم عادية، نسبة التحويل Conversion Ratio، ويسمى أيضاً سعر التحويل.

2-1-3-2 خصائص وميزات وعيوب الاستثمار في السندات

تتمتع السندات كأوراق مالية بخصائص عديدة، لعل أهمها هي الآتية:

- 1) تصدر عن شركات أو جهات حكومية ضمن شروط محددة.
 - 2) تصبح السندات مستحقة الدفع عند الاستحقاق، وعندها تعاد القيمة الاسمية للمستثمر.
 - 3) تعطي السندات عادة، مدفوعات فائدة دورية ثابتة، يطلق عليها مدفوعات القسائم.
 - 4) تعطي بعض أنواع السندات دخلاً متغيراً.
 - 5) يصبح المستثمر عند شراء السند، مقرضاً للمصدر.
 - 6) لا يمتلك مشتري السند أية حقوق ملكية تجاه المصدر، وذلك على عكس الحال في الأسهم.
- وتتمثل الميزات الرئيسية للسندات بأنها مصدر جيد للدخل الجاري؛ كما أن الاستثمار فيها آمن من الخسائر الكبيرة، ويحصل حامل السند على مستحقاته في حالة الإفلاس، قبل التعويض على حملة الأسهم. العيب الرئيس للاستثمار في السندات
- تتجسد عيوب الاستثمار في السندات في أن إمكانية تحقيق الأرباح من الاستثمار فيها محدودة. وبسبب توفر العديد من أنواع السندات في الأسواق المالية، فإن على المستثمر أن يعرف الخصائص والفروقات فيما بين تلك السندات، قبل أن يقرر أيها ستكون مناسبة لإدخالها في محفظته الاستثمارية.

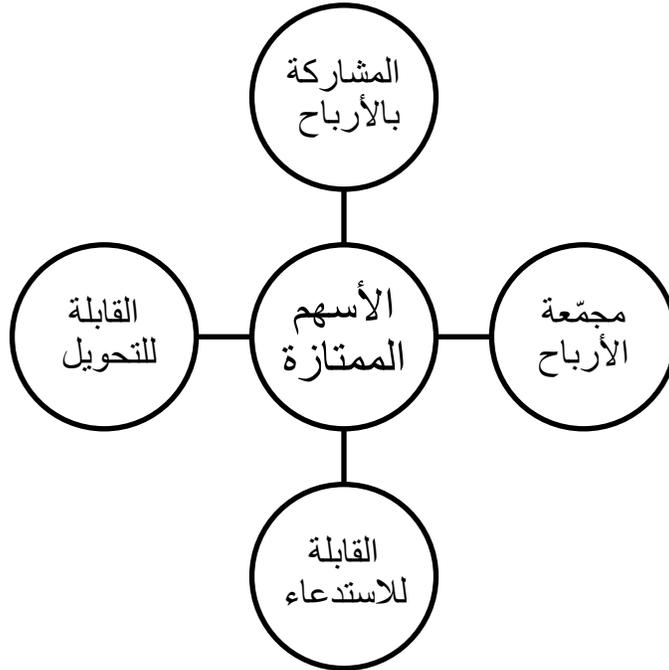
1-2-3-2 الأسهم الممتازة Preferred Stocks

لا يختلف مفهوم الأسهم الممتازة، عن مفهوم الأسهم العادية، من حيث الحصول على الأرباح، كونها تمثل جزءاً من الملكية ومن حيث تحمّل المخاطر. وتلجأ الشركة المساهمة عادةً، إلى إصدار هذا النوع من الأسهم، بهدف زيادة مواردها المالية والمتاجرة بالملكية، إذ لا يحتاج إصدارها إلى ضمانات، كما أنها لا تستحق في تاريخ معين، فهي تعدّ مصدراً جيداً للتمويل. وتكون تكاليف الأسهم الممتازة عادةً، أكبر من تكاليف السندات، على اعتبار أن مدتها أطول من مدة السندات، والعائد عليها أكبر. وتحتفظ الشركة المصدّرة غالباً، بحق الاستدعاء للأسهم الممتازة، بسعر استدعاء أعلى من سعر الإصدار. وعلى اعتبار أن حامل السهم الممتاز لا يتمتع بحق الإدارة، فإن ذلك يعطي إدارة الشركة المصدرة ميزة الاستقلالية. كما لاتعدّ الأرباح التي تدفعها الشركة لأصحاب الأسهم الممتازة، مصروفاً معفى من الضريبة. إذا، يتمتع السهم الممتاز بالأولوية عند توزيع الأرباح وعند التصفية، ويتشابه مع السندات، لجهة عدم الاشتراك في الإدارة، ولجهة ثبات العائد.

2-2-3-2 أنواع الأسهم الممتازة

نذكر من أنواع الأسهم الممتازة ما يأتي:

- (1) الأسهم الممتازة المجمعّة الأرباح Cumulative Preferred Stocks. يضمن هذا النوع لحامله، الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح، وذلك عن سنوات سابقة. حيث يحدث، أنه ولسبب ما، لم تعلن الشركة عن توزيع الأرباح التي كانت قد حققتها. في مثل هذه الحالة، عادة، يسقط حق المساهم العادي وحامل السهم الممتاز غير المجمع الأرباح، في المطالبة بالتوزيعات لسنوات سابقة.
- الرسم التوضيحي رقم (2-2-3-2). أنواع الأسهم الممتازة



- (2) الأسهم الممتازة المشاركة بالأرباح Participating Preferred Stocks. إذا كان لحامل السهم الممتاز حق الأولوية في توزيعات الأرباح، فإن الأسهم الممتازة المشاركة بالأرباح، تعطي لحاملها ميزة إضافية، هي الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة، جزئياً أو بشكل كامل، وهذا بعد حصولهم على حقهم من الأرباح من التوزيع الأولي.

(3) الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks. بالإضافة إلى الأولوية في توزيعات الأرباح، تتمتع الأسهم الممتازة القابلة للتحويل كما هو اسمها، بقابلية التحويل إلى أسهم عادية، مما يعطي حاملها إمكانية الحصول على الأرباح الرأسمالية عند ارتفاع أسعار الأسهم العادية.

(4) الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable Preferred Stocks. يعطي السهم الممتاز القابل للاستدعاء للشركة المصدرة، إمكانية الاستدعاء وسداد قيمة السهم، وذلك خلال فترة زمنية معينة من تاريخ الإصدار. ويعطى غالباً، حامل هذا النوع من الأسهم، حق تحويلها إلى أسهم عادية.

المبحث الرابع

الاستثمار في الأسهم العادية

الأهداف التعليمية:

1. الأسهم العادية بوصفها مصدر تمويل طويل الأجل.
2. الأسهم العادية بوصفها أدوات استثمار.
3. قيمة السهم العادي.

2-4-1-1 الأسهم العادية

تعد الاسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، حيث تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة. ويمثل السهم صكاً قابلاً للتداول، يصدر عن شركة مساهمة، يمثل حصة في رأسمال الشركة.

يعطي السهم العادي لصاحبه أو لحامله الحق في الاشتراك بالإدارة، أي الاشتراك في انتخابات أعضاء مجلس الإدارة، والترشيح لعضوية المجلس والتصويت في جلسات الهيئة العامة للمساهمين.

ويحق لحامل السهم العادي الحصول على الأرباح عند اتخاذ قرار بتوزيع هذه الأرباح بعد حق حامل السهم الممتاز. كما يحق له تداول سهمه، أي بيعه أو التنازل عنه ورهنه، وله حق الأولوية في الاكتتاب على الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة التي يساهم بها. ويحق لحامل السهم العادي تلقي حصته من الموجودات المتبقية، إن وجدت، في حالة الإفلاس.

لا تلتزم الشركة برد قيمة الأسهم العادية في تاريخ محدد، إذ إنها من مصادر التمويل طويل الأجل. ولأنها أحد حقوق الملكية، فهي تشكل دعماً لرأس مال المنشأة، وبذلك تشكل ضماناً لحقوق الدائنين، وتعزز الثقة بالشركة لجهة الاقتراض. ولا تتعامل الشركة المصدرة مع الأسهم بوصفها عبئاً عليها، ذلك أنها غير ملزمة بدفع عوائد على هذه الأسهم، إلا في حال تحققت الأرباح وتقرر توزيعها.

ولكن يجدر التنويه أن الإصدارات الجديدة ودخول مساهمين جدد، يتسببان بفقدان إدارة الشركة، لجزء من سيطرتها على مقاليد الأمور داخل الشركة. كما أن طرح الأسهم الجديدة، يترافق ببعض التكاليف، مما يترك

تأثيره في عائد السهم، بالإضافة إلى أنّ زيادة عدد الأسهم يؤدي إلى انخفاض حصة السهم الواحد من العوائد. وأخيراً، لا يمنح توزيع الأرباح على حملة الأسهم، إمكان الحصول على الإعفاء الضريبي. تقوم الشركات المصدرة للأسهم العادية، في سعيها للحصول على الأموال، بالتوجه للعموم. حيث إن إصدار الأسهم العادية وبيعها في السوق، يتيح جمع رأس مال ملكية إضافي للشركة، بشكل أكثر سهولة من البدائل الأخرى. من هنا، فإن معظم الشركات تصدر الأسهم العادية التي يتم المتاجرة بها في الأسواق المالية، مما يعطي إمكانات واسعة للمستثمرين للاختيار، والاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية.

2-1-4-2 قيمة السهم العادي

إنّ قيمة السهم العادي غير قابلة للتجزئة، وتأخذ أشكالاً عدة: كالقيمة الاسميّة، القيمة السوقية، القيمة الدفترية، القيمة التصفوية وقيمة السهم حسب العائد. القيمة الاسميّة هي القيمة المدوّنة على السهم. القيمة السوقية تعادل قيمة السهم في السوق المالي، وتتأثر بظروف العرض والطلب والحالة السائدة في السوق، بالإضافة إلى توقّعات وتنبؤات المستثمرين والمحللين الماليين، وكذلك المركز المالي للشركة وتوزيعات الأرباح فيها، وقيمة السهم السوقية، تخضع للتذبذب.

$$\text{العائد على السهم} = (\text{القيمة الاسميّة/القيمة السوقية}) \times \text{نسبة التوزيع}$$

مثال رقم (2-1-4-2-1). إذا كانت القيمة الاسميّة للسهم هي 1 ل.س. والقيمة السوقية له هي 1.5 ل.س، وكانت نسبة الأرباح المعدّة للتوزيع هي 20 % فإنّ:
العائد الحقيقي على السهم: $0.13 = 20\% \times 1.5/1$

القيمة الدفترية. هي القيمة المسجّلة في دفاتر الشركة وتساوي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية/عدد الأسهم}$$

القيمة التصفوية. هي القيمة التي تعود للمساهم عند تصفية الشركة، ومن المتوقع أن تكون هذه القيمة أقل من القيمة الاسميّة لها، لأنّ قيمة الموجودات تقلّ عند التصفية.

$$\text{(القيمة السوقية للموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة)} \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

مثال رقم (2-2-1-4-2). إذا كانت الشركة تملك موجودات قيمتها الدفترية 500000 ل.س، تقل قيمتها في السوق إلى 300000 ل.س، وفي حال وجود 50000 سهم ممتاز بقيمة 100000 ل.س والتزامات أخرى بلغت 150000 ل.س، وعلى فرض أنّ عدد الأسهم العادية هو 60000 سهم فإنّ:
القيمة الحقيقية للسهم = $60000 / (250000 - 300000) = 60000 / 50000 = 0.8$

قيمة السهم حسب العائد هي القيمة التي يمكن أن يدفعها المشتري لهذا السهم، باعتبار أنّ هذا السهم يعطيه العائد الذي يرغب به، وتساوي:

قيمة السهم حسب العائد = (القيمة الاسمية للسهم × نسبة التوزيع) / معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

مثال رقم (3-2-1-4-2) إذا كان معدّل العائد الذي يتوقعه المستثمر على أمواله هو 12% وكانت قيمة

السهم هي 2 دولار، فإنّ قيمة السهم حسب العائد وبفرض توزيع أرباح نسبتها 20 % هي:

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = (20\% \times 2) / 12\% = 40\% / 12\% = 3.3 \text{ ليرة}$$

وتحسب تكلفة الأسهم العادية كالتالي:

صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين / عدد الأسهم العادية

المبحث الخامس

الاستثمار في أدوات المضاربة والتحوط

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بأدوات المضاربة والتحوط.
2. تبيّن أنواع أدوات المضاربة والتحوط من أسواق وعقود.
3. التمييز بين عوائد مختلف أدوات الاستثمار المالي.

أدوات المضاربة والتحوط

يمكن تعريف أدوات المضاربة والتحوط، استناداً إلى مصطلح "المضاربة"، بأنها استثمارات ذات مخاطر مرتفعة وعائد مرتفع. ويحاول المضاربون باستخدام هذه الأدوات، الشراء على انخفاض والبيع على ارتفاع، وينصب اهتمامهم الرئيسي على الاستفادة من تقلبات السوق المتوقعة. ويتمثل الربح من هذه الاستثمارات في الفرق الموجب بين أسعار البيع والشراء. ويمكن للمستثمرين بطبيعة الحال، باستخدام استراتيجيات الاستثمار القصير الأجل، استخدام أدوات الاستثمار الأخرى للمضاربة. غير أننا نحاول هنا، إبراز أنواع محددة من الاستثمارات، تعدّ أكثر خطورة من غيرها من الأدوات الاستثمارية، بسبب من طبيعتها ذات الصلة بالزيادة في حالة عدم اليقين بخصوص التغيرات التي تؤثر في سعرها مستقبلاً. ويمكن أن نعرض لمختلف أدوات الاستثمار المضارب هذه كالتالي: العقود المستقبلية والآجلة؛ الخيارات والمبادلات.

1-5-2 الأسواق والعقود المستقبلية
Futures

1-1-5-2 الأسواق المستقبلية

يقصد بالأسواق المستقبلية تلك الأسواق التي يتم فيها تداول المشتقات المالية Financial Derivatives وهي تتكون من أسواق الخيارات، أسواق العقود المستقبلية وأسواق المبادلات. تقوم سوق العقود المستقبلية بثلاث وظائف رئيسية. تتمثل الأولى بتوفير المعلومات عن الأسعار في السوق الحاضر، لأن أسعار العقود المستقبلية لأصل ما، هي بمثابة مؤشر لسعره في السوق الحاضر في وقت تنفيذ العقد المستقبلي. وتتمثل الوظيفة الثانية بإتاحة الفرصة للمضاربين من أجل تحقيق الأرباح. أما الوظيفة الثالثة فهي تقليل مخاطر التغيرات السعرية. **المتعاملون في السوق.** يتعامل في أسواق العقود المستقبلية الأطراف التالية: المشترون والبائعون؛ المستثمرون بغرض التغطية والمضاربة؛ بيوت التسوية وبيوت السمسرة.

2-1-5-2 العقود المستقبلية Future Contracts

يعتبر العقد المستقبلي اتفاقاً بين مستثمر ومؤسسة تقاص Clearing Corporation، لاستلام أو تسليم أصل محدد في موعد محدد في المستقبل، وبسعر محدد مسبقاً. تكون هذه العقود موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، ويجري تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها. وتقوم مؤسسة التقاص بدور الوساطة بين المشتري والبائع، حيث تقوم بدور الكفيل بتنفيذ بنود الاتفاق لكلا الطرفين. ولكي تضمن مؤسسة التقاص وفاء البائع والمشتري بالتزامتهما، فإنها تفرض على المشتري أن يدفع هامشاً لضمان تنفيذ العقد وهامشاً لتغطية أية خسارة تنتج من تقلبات الأسعار.

تفرض بيوت السمسرة على المستثمرين نوعين من الهامش هما: الهامش الأولي أو المبدئي لضمان تنفيذ العقد بحدود 15%، والهامش الثاني، هو هامش الصيانة أو تغطية الخسائر، وهو نسبة من الهامش الأولي تبلغ نحو 80%.

إذاً، فالعقود المستقبلية عقود نمطية بين طرفين لبيع أو شراء أصول مادية أو مالية، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية معينة من أصل معين بسعر محدد مسبقاً، ويتم التنفيذ في وقت لاحق في المستقبل. يتم ذلك من خلال وسيط يسهم في إبرام العقود المستقبلية، ويكون تداولها بطريقة المزاد المفتوح. إن العقود المستقبلية باعتبارها اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد مسبقاً، هي موحدة من حيث تاريخ الاستحقاق ويتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها. ويمكن تسوية العقد المستقبلي في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، ويتحقق الربح أو الخسارة يومياً لدى تغيرات الأسعار.

مثال رقم (2-1-5-2-1): اشترى أحد المستثمرين عقد ذهب مستقبلياً بتاريخ 2011/1/1 وبمبلغ \$60000، وكان سعر الذهب في هذا التاريخ \$1000 للأونصة، ويتوقع ارتفاع سعر الأونصة إلى \$1030. وكان سعر الأونصة تسليم 2011/12/31 يساوي \$1020 للأونصة. بفرض أن نسبة الهامش الأولي هي 10% من قيمة العقد، ماهو موقف المشتري إذا ارتفع سعر الذهب في السوق الحاضر إلى \$1030 للأونصة، وفي السوق المستقبلية إلى \$1060 للأونصة؟

• صافي الربح في حال الاستثمار في السوق الحاضر

$$\text{العائد المتوقع} = [\text{المبلغ المستثمر} \times (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) \div (\text{سعر الشراء})]$$

$$\text{العائد المتوقع} = [(1000) \div (1000 - 1030) \times 60000] = 18000 \$ \text{ وبمعدل عائد } 18\% .$$

- صافي الربح في السوق المستقبلي في حال ارتفاع السعر السوقي إلى 1050 \$
كلفة الهامش للأونصة = $100 = 1000 \times 10\%$
- قيمة العقود التي يستطيع المستثمر شراءها: $600 = (100 \div 60000)$ أونصة .
صافي الربح المحقق = $24000 = (1020 - 1060) \times 600$
وبمعدل عائد 40%.

ومن الملاحظ أن المستثمر المضارب استطاع تحقيق أرباح كبيرة وبمعدلات عائد مرتفعة.

يمكن استخدام العقود المستقبلية لأغراض المضاربة Speculation، التحوط أو التغطية Hedging.

مثال رقم (2-2-1-5-2): تمكنت إحدى الشركات السورية من توقيع عقد توريد القمح في 2011/1/1 بمبلغ 120 مليون \$، على أن يتم سداد المبلغ في 2011/7/1. ومن أجل التحوط من احتمال ارتفاع قيمة الدولار مقابل العملة المحلية في تاريخ السداد، أبرمت الشركة السورية في 2011/1/1 عقوداً مستقبلية لشراء 120 مليون دولار، علماً أن السعر الفوري للدولار مقابل الليرة السورية في 2011/1/1 هو $1 = 75 \$$ ليرة. ما المكاسب التي تحققت الشركة السورية؟

القيمة الإجمالية للصفقة بالليرة السورية = $120 \text{ مليون} \times 75 = 9 \text{ مليار ليرة}$.

تكلفة العقود المستقبلية المشتراة بالليرة حسب سعر التسوية: $120 \times 76 = 91.2 \text{ مليار ليرة}$.

القيمة الإجمالية للصفقة بسعر صرف الدولار في 2011/7/1

$$120 \times 78 = 93.6 \text{ مليار ليرة}.$$

$91.2 - 90 = 1.2$ مليار ليرة. المبلغ الذي ستدفعه الشركة لشراء العقود المستقبلية، من أجل التحوط من

ارتفاع سعر صرف الدولار تجاه الليرة، لأن الشركة كانت ستتحمل خسارة أكبر في حال عدم توقيع عقود

مستقبلية وهذه الخسارة هي $90 - 93.6 = 2.6$ مليار ليرة.

1-2-5-2 أسواق العقود الآجلة

Forward

تعرف العقود الآجلة بأنها عقود نقدية، أي إنها عقود يتم فيها التبادل النقدي، مقابل عقد شراء السلعة التي يستلمها المشتري في وقت محدد في المستقبل. فالعقد الآجل هو اتفاق بين مستثمرين لتسليم أصل محدد في وقت محدد في المستقبل وبسعر محدد متفق عليه يدعى سعر التنفيذ Exercice Price. ويتم تحديد مواصفات الأصل محل العقد، جودته، تصنيفه، كميته، طريقة التسليم، مكان التسليم وطريقة السداد. إن كل عقد آجل هو عقد قانوني ملزم حسب متطلبات المشترين فيه، أي إن العقود الآجلة ليست موحدة التفاصيل كما في العقود المستقبلية، كما أنها غير قابلة للتحويل إلا بموافقة الطرفين، ويستلزم التسليم في موقع جغرافي معين. وتكون مدة العقد عادة قصيرة نسبياً تتراوح ما بين شهر إلى ثلاثة أشهر. وتكون العقود الآجلة، عادة، بين مؤسستين ماليتين، أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. لا يتم في العادة، تداول العقود الآجلة في سوق الأوراق المالية.

يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً Long Position، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد اتفق عليه. ويتخذ الطرف الثاني مركزاً قصيراً Short Position، ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه، مقابل السعر نفسه، وهو سعر التسليم Delivery Price. ويتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه، حيث يسلم حائز المركز القصير (البائع)، الأصل إلى حائز المركز الطويل (المشتري).

إن التغيرات في أسعار العقود الآجلة، سواء كان ذلك ارتفاعاً أو انخفاضاً، التي تحدث بعد عملية الشراء، لا تتوافق مع أية تدفقات نقدية للمستثمر، لأن التسوية النهائية لهذه العقود تتم في موعد الاستحقاق.

2-2-5-2 العقود الآجلة والعقود المستقبلية

- تتشابه العقود الآجلة والعقود المستقبلية، من حيث إن كلاهما يرتبط بتسليم أصل محدد في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد مسبقاً، ولكنها تختلف في النقاط الآتية :
- 1) تحدد شروط العقود الآجلة بناءً على اتفاق الطرفين، بينما العقود المستقبلية هي عقود موحدة من حيث القيمة وتواريخ التسليم؛
 - 2) تجري العقود الآجلة بين البائع والمشتري، بينما تتم العقود المستقبلية بين مؤسسة التفاضل أو التسوية والبائع، ومؤسسة التفاضل والمشتري؛
 - 3) يحدد الهامش لمرة واحدة اثناء توقيع العقود الآجلة، بينما يتغير الهامش في العقود المستقبلية؛
 - 4) يجري تسوية العقود الآجلة في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، بينما يمكن تسوية العقود المستقبلية في أي وقت قبل موعد الاستحقاق؛
 - 5) تتحقق الخسارة أو الربح في العقود الآجلة في موعد الاستحقاق، بينما يمكن أن تتحقق الخسارة أو الربح في العقود المستقبلية بشكل يومي بناءً على تغيرات الأسعار.

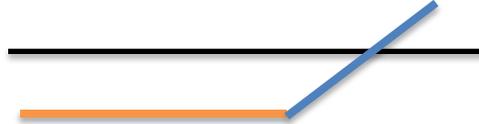
2-3-5-1 عقود الخيارات Options Contracts

بدأ التعامل بعقود الخيارات بداية السبعينيات من القرن الماضي في بورصة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية. يمكن تعريف عقد الخيار، بأنه عقد يمنح حامله الحق في بيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع، بسعر محدد مسبقاً في تاريخ محدد. و للحامل الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية البيع أو الشراء. ويعرف الخيار المالي، على أنه عقد اختياري، يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر ثابت حتى تاريخ الانتهاء.

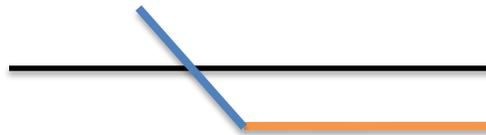
ويجري التمييز بين الخيار الأمريكي والأوروبي، حيث يعطي الخيار الأمريكي لحامله (مشتري حق الخيار)، الحق في استدعاء محرر عقد الخيار (بائع حق الخيار) لتنفيذ العقد في أي وقت يشاء. بينما لا يمكن الخيار الأوروبي، حامل حق الخيار، من تنفيذ عقد الخيار إلا في وقت محدد ومتفق عليه. يهدف المستثمر من التعامل بهذا النوع من العقود، إلى تخفيض مستوى الخطر المرتبط بالاستثمار في الأسهم، السندات، العملات والسلع كالذهب والفضة. ويدفع مقدماً مشتري عقد الخيار، مبلغاً محدداً إلى البائع، يسمى هذا المبلغ بعلاوة حق الخيار.

يوجد نوعان أساسيان من عقود الخيار:

النوع الأول هو عقد خيار الشراء Call Option: يسمح هذا النوع للمستثمر في الالتزام بتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء الأصل وفق الشروط المتفق عليها خلال المدة المحددة.



النوع الثاني هو عقد خيار البيع Put Option: يسمح هذا النوع للمستثمر في الالتزام بتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية بيع الأصل وفق الشروط المتفق عليها خلال المدة المحددة.



2-5-3-1 خيار الشراء Call Option

يعطي خيار الشراء، حامله حق شراء عدد من الأسهم من محرر الخيار Option Writer، بسعر محدد عند التعاقد خلال فترة معينة. ولكي يتمكن حامل خيار الشراء من ذلك، فإنه يشتري هذا الحق من خلال دفع علاوة معينة لمحرر عقد الخيار. لا يلزم خيار الشراء، مشتري الحق بتنفيذ العقد، بل يلزم محرر عقد الخيار. إن كلاً من مشتري حق الخيار ومحرره، يحققان مكاسب معينة وذلك في حدود توقعاتهم وقناعاتهم إزاء الورقة المالية موضوع التعاقد.

مثال رقم (2-5-3-1-1): اشترى أحد المستثمرين عقد خيار شراء 100 سهم في 2011/3/1 بسعر تنفيذ \$30 للسهم الواحد، تنفذ في 2011/6/30 وبعلاوة تبلغ \$3 للسهم الواحد. ما موقف المستثمر في الحالتين التاليتين:

الحالة الأولى: ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى \$ 40 في تاريخ تنفيذ العقد.

الحالة الثانية: انخفاض السعر السوقي للسهم إلى \$ 20 في تاريخ تنفيذ العقد.

الحالة الأولى:

إن من مصلحة مشتري خيار الشراء تنفيذ العقد لأن سعر السوق هو \$ 40، وهو أعلى من سعر التنفيذ البالغ \$30.

وتكون قيمة الصفقة $3000 = 30 \times 100$

وقيمة الصفقة حسب سعر السوق $4000 = 40 \times 100$

الأرباح المحققة = \$1000

دفع المستثمر علاوة للأسهم بقيمة: $300 = 3 \times 100$.

صافي الأرباح المحققة: $700 = 1000 - 300$.

تعادل الأرباح التي حققها المستثمر مشتري حق الخيار، الخسارة التي حققها محرر عقد الخيار (فهو يحصل على علاوة قدرها \$300 لكنه يفقد \$ 1000، أي إنه يحقق صافي خسارة \$700)

الحالة الثانية:

امتناع مشتري حق الخيار عن التنفيذ، لأن السعر السوقي قد انخفض عن سعر التنفيذ. يحقق المستثمر في هذه الحالة، خسارة تبلغ قيمة العلاوة التي دفعها لمحذر عقد الخيار وهي \$300 وهو المبلغ نفسه الذي يعد ربحاً لمحذر عقد الخيار.

2-1-3-5-2 خيار البيع Put Option

يتمكن حامل هذا الحق، بموجب خيار البيع، من بيع عدد من الأسهم لمحذر عقد الخيار، بسعر معين وبتاريخ معين، وذلك لقاء عمولة معينة يدفعها مشتري حق خيار البيع لمحذر العقد. يتوقع مشتري حق خيار البيع، انخفاض سعر الأوراق التي بحوزته، فيعمل على تجنب مخاطر انخفاض السعر والخسارة الكبيرة، من خلال الاتفاق على سعر بيع يرضيه، مقابل عمولة معينة، تحفز المستثمر المشتري لهذه الأوراق المالية.

مثال رقم (2-1-3-5-2): يتوقع أحد المستثمرين انخفاض الأسعار خلال الأشهر الثلاثة القادمة، ولذلك اشترى حق خيار بيع 100 سهم بحوزته بتاريخ 2011/4/1، بسعر \$50 للسهم الواحد بتاريخ 2011/7/1، ويدفع علاوة مقدارها \$4 للسهم الواحد. ما الإجراء الذي يجب على المستثمر اتخاذه في حالة انخفاض سعر السهم في السوق إلى \$40، وحالة ارتفاع سعر السهم في السوق إلى \$60، أو حالة بقاء سعر السهم في السوق على وضعه؟

الحالة الأولى: انخفاض سعر السهم إلى \$40

سيقوم المستثمر مشتري حق خيار البيع، في هذه الحالة، بتنفيذ العقد عند سعر التنفيذ \$50 للسهم الواحد. قيمة الصفقة: $50 \times 100 = \$5000$.

قيمة الصفقة عند انخفاض السعر: $40 \times 100 = \$4000$

الأرباح المحققة: $5000 - 4000 = \$1000$. غير أنه دفع علاوة قدرها $4 \times 100 = \$400$.

إذا، صافي الأرباح المحققة = $1000 - 400 = \$600$

أما محذر عقد الخيار، فإنه قد حصل على علاوة قدرها \$400 وخسر \$10 عن كل سهم، وهو الفرق بين سعر السهم في السوق وسعر التنفيذ، أي إنه قد خسر: $10 \times 100 = \$1000$.

صافي الخسارة التي تكبدها محذر عقد الخيار: $(-1000 + 400) = \$600$. وهي قيمة الأرباح التي حققها مشتري حق الخيار.

الحالة الثانية: حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى \$60.

لايقوم المستثمر بتنفيذ العقد في هذه الحالة، لأن سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ، بل يقوم ببيع أسهمه في السوق بسعر 60 \$ للسهم، ويحصل على: $100 \times 60 = 6000$ \$ قيمة الصفقة.

أي إنه يحقق ربحاً قدره 10 \$ للسهم الواحد، وهو الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ (60 - 50).
الربح المحقق $10 \times 100 = 1000$ \$.

صافي الربح المحقق $1000 - 400 = 600$ \$.

أما محرر العقد فيحصل على 400 \$ ويكون ذلك بمثابة ربح له.

الحالة الثالثة : حالة بقاء السعر على حاله.

لايقوم المستثمر هنا بتنفيذ العقد، وتكون خسارته $4 \times 100 = 400$ \$ ، أي مقدار العلاوة التي يدفعها لمحرر عقد الخيار.

2-5-4-1 المبادلات (السواب) Swaps

عقد المبادلة Swap هو اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني، الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في التاريخ نفسه إلى الطرف الأول. تعود نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970، عندما طور تجار العملة المبادلات كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. أما أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد تم في عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM والبنك الدولي Word Bank ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة. كان البنك الدولي في حاجة إلى اقتراض المارك الألماني والفرنك السويسري لتمويل عملياته، لكن حكومات تلك البلدان منعتهم من الاقتراض. من ناحية أخرى، كانت شركة IBM قد اقترضت بالفعل كميات كبيرة من هذه العملات، ولكنها احتاجت إلى الدولار الأمريكي، عندما كانت أسعار الفائدة مرتفعة بالنسبة للمقترضين من الشركات. توصلت شركة الأخوة سولومون "Salomon Brothers" إلى فكرة أن يتبادل الطرفان ديونهما. قامت IBM بتبديل الفرنكات والماركات المقترضة خاصتها، بدولارات البنك الدولي. كما قامت IBM بإدارة ما يطلق عليه "تعرضها للعملة" بالمارك والفرنك. يحدث التعرض عندما يكون الاستثمار أو جزء منه في خطر، لأنه مقوم بالعملة الأجنبية، وسيتأثر بالتغيرات في قيمة تلك العملة.

تمت كتابة فصل آخر في تاريخ السواب swaps، خلال الأزمة المالية لعام 2008، عندما تم الإشارة إلى سواب التوقف عن سداد الائتمان على الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري MBS، كأحد العوامل المساهمة في التدهور الاقتصادي الكبير. كان من المفترض أن توفر مبادلات العجز عن سداد الائتمان، الحماية من عدم دفع الرهون العقارية، ولكن عندما بدأ السوق ينهار، عجزت الأطراف في تلك الاتفاقات عن السداد. أدى ذلك إلى إصلاحات مالية جوهرية، بخصوص كيفية تداول المبادلات وكيفية نشر المعلومات عنها. كان يتم تداول "السواب" تاريخياً من خلال السوق الموازي OTC، أما في الوقت الحالي فالتوجه نحو التداول في البورصات المركزية.

تتعامل أسواق المبادلات بأنواع عدة من العقود هي: عقود تبادل العملات Currency Swaps؛ عقود تبادل أسعار الفائدة Interest Rate Swaps؛ عقود تبادل السلع Commodity Swaps وعقود تبادل

حقوق الملكية Equity Swaps، غير أن عقود تبادل العملات وعقود تبادل أسعار الفائدة هي الأكثر شيوعاً وانتشاراً وخاصة بين المؤسسات المالية.

2-1-4-5-1 عقود مبادلة أسعار الفائدة

Interest Rate Swaps

تهتم المؤسسات المالية اهتماماً كبيراً بمشكلة تغير أسعار الفائدة والمخاطر المتعلقة بها، على اعتبار أنها تحصل على ودائع بأسعار فائدة معينة، وتقوم بإقراضها بأسعار فائدة أخرى. وطالما أن الحديث هو عن تغير أسعار الفائدة، فإن المؤسسات المالية يمكن أن تتأثر بشكل سلبي أو إيجابي. فإذا حصل أحد البنوك على وديعة قصيرة الأجل، وقام بإقراضها بمعدل فائدة ثابت لمدة طويلة، ثم ارتفع معدل الفائدة على الودائع، فيتكبد البنك بعض الخسائر. في حين أن انخفاض سعر الفائدة على الودائع، يمكن أن يكون في مصلحة البنك، ولذلك يلجأ البنك إلى استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة.

مثال رقم (2-1-4-5-1): شركتان عالميتان (α و σ)، كان تصنيف الشركة α عند مستوى AAA، وتصنيف الشركة σ عند مستوى B. تنوي الشركة α الحصول على قرض طويل الأجل لمدة خمس سنوات بفائدة ثابتة. فيما يلي معلومات عن أسعار الفائدة المتاحة لكل منهما للاقتراض من السوق النقدي:

البيان	شركة α	شركة σ	الفرق
قرض طويل الأجل 5 سنة	9%	11%	2%
قرض قصير الأجل LIBOR	0.5%	1%	0.5%

نجد أن الشركة α التي تصنيفها "AAA" أفضل من الشركة σ ذات التصنيف "B" في الاقتراض سواء لناحية القرض طويل الأجل حيث الفرق 2% أو لجهة القرض القصير الأجل حيث الفرق 0.5%. وعليه يتوقع أن تستفيد الشركتان السابقتان عند دخولهما في عقد مقايضة لأسعار الفائدة حسب السيناريو التالي:

1) تقوم الشركة α بالاقتراض طويل الأجل بسعر فائدة ثابت 9%، وتقرض الشركة σ بسعر فائدة $(11\% - 1\%) = 10\%$.

2) تقوم الشركة σ بالاقتراض القصير الأجل بسعر فائدة متغير $(1\% + \text{LIBOR})$ وتقرض الشركة α بسعر فائدة متغير $(5\% + \text{LIBOR})$ وذلك مع مراعاة أن المقايضة بين الشركتين تتم على أساس أسعار الفائدة فقط، ولا تشمل الالتزام الأصلي المترتب على المبلغ الأصلي للقرض. وهنا تتحقق مزايا المقايضة لكلا الشركتين.

تكلفة التمويل للشركة α

أسعار الفائدة %	البيان
%9	الفائدة المدفوعة عن الاقتراض الطويل الأجل من السوق النقدي
%10	الفائدة المقبوضة على الإقراض الطويل الأجل للشركة σ
LIBOR + %0.5	الفائدة المدفوعة عن لاقتراض قصير الأجل من الشركة σ
LIBOR - %0.5	تكلفة التمويل هي

تكلفة التمويل للشركة σ

أسعار الفائدة %	البيان
LIBOR+%1	الفائدة المدفوعة عن الاقتراض القصير الأجل من السوق النقدي
LIBOR+%0,5	الفائدة المقبوضة على الإقراض القصير الأجل للشركة α
%10	الفائدة المدفوعة على الاقتراض الطويل الأجل للشركة σ
%10.5	تكلفة التمويل

وهكذا نجد أن كلاً من الشركتين قد حققت مكاسب من المقايضة، فبدلاً من أن تدفع الشركة σ (11%) تدفع (10.5%)، وتخفض تكلفة التمويل.

2-1-4-5-2 عقود مبادلة العملات Currency Swaps

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً، في أسعار صرف العملات Exchange Rate Risk. ويتم في هذه العقود، عادة، شراء عملة أو بيعها مقابل عملة أخرى في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها، أو شراء العملة التي سبق بيعها. فلو افترض أحد المستثمرين مبلغاً بالدولار الأمريكي لمدة 6 شهور، ثم قام ببيع الدولارات لسداد التزامات عليه بالين الياباني. من الواضح أنه سوف يحتاج إلى الدولارات بعد 6 شهور لسداد القرض الأمريكي، وحتى يتجنب احتمال شراء الدولارات مستقبلاً بأعلى من السعر الذي باع به الآن فإنه يشتري الدولارات في السوق الحاضر شراءً آجلاً. أي إنه يشتري الدولارات الآن على أساس أن الدولارات بعد 6 شهور. وسوف يتحمل بالطبع، فائدة نظير ذلك. وتتوقف هذه الفائدة، على ظروف العرض والطلب من العملات، وعلى ضوء المخاطر المحتملة لتقلب أسعار الصرف في المستقبل.

مثال رقم (2-1-4-5-2): إذا كان سعر صرف الدولار مقابل الجنيه الإسترليني الآن هو 70.5 - 70 بنس، بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على كل من الجنيه والدولار لمدة ستة أشهر على النحو التالي:

البيان	الجنيه	الدولار
إيداع	8,5%	0,5%
إقراض	10%	6%

حدد: الهامش التبادلي Swap Point؛ سعر الشراء الآجل للدولار مقابل الجنيه وسعر البيع الآجل للدولار مقابل الجنيه.

$$\begin{aligned} \text{الهامش التبادلي للشراء} &= \text{سعر الصرف الفوري} \times (\text{فرق الفائدة} \div 100) \times (\text{المدة} \div 360) \\ &= 70 \times [(8.5 - 6) \div 100 \times (6 \text{ أشهر} \times 30 \text{ يوم}) \div 360] \\ &= 0.875 \end{aligned}$$

سعر الشراء الآجل = 70 + 0.875 = 70.875 جنيه/دولار .

$$\begin{aligned} \text{الهامش التبادلي للبيع} &= 70.5 \times [(10 - 5) \div 100 \times (180 \div 360)] \\ &= 1.7625 \end{aligned}$$

السعر الآجل / بيع = $70.5 + 1.7625 = 72.2625$ جنيه/ دولار

تدل الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المقايضة، على أنه بإمكان البنك، مانح السعر، أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني وقدره 70 بنس/ دولار، كما أن بإمكانه في الوقت نفسه أن يعيد للعميل تسليم 6 أشهر بسعر آجل وقدره 72.2625 بنس/ دولار، كما أن بإمكان البنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني أو الفوري وقدره 70.5 بنس، وفي الوقت نفسه أن يعيد شراءه من العميل تسليم 6 أشهر بسعر الشراء الآجل 70.875 بنس.

تجدر الإشارة هنا إلى أنه لو كانت أسعار الفائدة على الدولار في المثال أعلى من أسعار الفائدة على الجنيه لوجب حينئذ طرح الهامش التبادلي بدلاً من إضافته للوصول إلى السعرين الآجلين للشراء.

2-5-5-1 عوائد أدوات الاستثمار

إن أدوات الاستثمار المختلفة التي سبق ذكرها ليست على درجة واحدة من الجاذبية بالنسبة للمؤسسة المالية المستثمرة، حيث إن بينها أدوات ثابتة الدخل وأخرى متغيرته بحسب الجدول الآتي

الجدول رقم (2-5-5-1-1) المفاضلة بين أدوات الاستثمار

المدة	أساس المفاضلة		أداة الاستثمار
	ملكية أو دين	الدخل	
قصير الأجل	دين	ثابت	شهادات الإيداع القابلة للتداول
قصير الأجل	دين	ثابت	القبولات المصرفية
قصير الأجل	دين	ثابت	أذونات الخزينة
قصير الأجل	دين	ثابت	الأوراق التجارية
طويل الأجل	ملكية	ثابت	التعهدات
طويل الأجل	ملكية	ثابت	أسهم ممتازة
طويل الأجل	ملكية	ثابت	أسهم ممتازة مجمعة للأرباح
طويل الأجل	ملكية	ثابت	أسهم ممتازة مشاركة بالأرباح
طويل الأجل	ملكية	ثابت	أسهم ممتازة قابلة للتحويل
طويل الأجل	ملكية	ثابت	أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء
طويل الأجل	دين	ثابت	السندات
طويل الأجل	دين	ثابت	سند لحامله
طويل الأجل	دين	ثابت	سند مسجل
طويل الأجل	دين	ثابت	سند قابل للاستدعاء
طويل الأجل	دين	ثابت	سند قابل للتحويل
طويل الأجل	دين	ثابت	سندات دولية
طويلة الأجل	ملكية	متغير	الخيارات
طويل الأجل	ملكية	متغير	سهم لحامله

القسم الأول

السهم الاسمي	متغير	ملكية	طويل الأجل
السهم الإذني	متغير	ملكية	طويل الأجل
أسهم عادية	متغير	ملكية	طويل الأجل

المبحث السادس

شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار

الأهداف التعليمية:

1. أنواع شركات الاستثمار.
2. أنواع صناديق الاستثمار.
3. الصناديق المتداولة.

2-6-1-1 شركات الاستثمار

تضم أدوات الاستثمار الأخرى، غير تلك التي أتينا على تناولها، مختلف أنواع شركات وصناديق الاستثمار؛ التأمين على حياة الاستثمار؛ صناديق التقاعد والتحوط. يمكن تعريف شركات الاستثمار، بأنها شركات للخدمات الماليّة تقوم ببيع حصص باسمها للجمهور. وتستخدم الأموال التي تحصل عليها للاستثمار في محافظ استثماريّة تسمّى صناديق الاستثمار. وتحتوي هذه المحافظ على أوراق ماليّة متنوعة مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة. وتملك هذه الشركات أموالاً ضخمة بسبب تجميعها للمدخرات من آلاف المستثمرين، مما يمكنها من تكوين محافظ استثماريّة وتحقيق مكاسب التنوع Diversification في هذه المحافظ، عبر شراء العديد من الأوراق الماليّة ومن ثم تخفيض مخاطر الاستثمار.

مثال رقم (2-6-1-1-1). لنفرض أنّ شركة "دلّتا" تعمل في مجال الاستثمار بالخدمات الصحيّة قد تأسست بغرض الاستثمار في أسهم شركات الأدوية، ولنفرض أنّ هذه الشركة باعت 5 ملايين وحدة استثماريّة بسعر 10 دولار للوحدة، مما يعني أنّ الشركة حصلت على 50 مليون دولار. تقوم شركة الخدمات الصحيّة باستخدام هذه الأموال في شراء أسهم في شركات متعددة للأدوية، وهي بذلك تملك محفظة استثماريّة من الأسهم، وهي في الوقت نفسه مملوكة للمساهمين الذين اشتروا وحدات استثماريّة فيها. ويعدّ المستثمرون، في الوقت نفسه مساهمين فعلياً في شركات الأدوية، التي تمتلك شركة الخدمة الصحيّة أسهمها كجزء من محفظتها الاستثماريّة.

يتضح مما سبق، أن الدور الأساسي لشركة الاستثمار، هو دور الوسيط الذي يقوم بشراء وبيع الأسهم

لحساب المساهمين، ولكنها تختلف في أنها تقوم بالعديد من الوظائف الأخرى التي لا يستطيع المستثمر وحده القيام بها.

2-1-6-2 أنواع شركات الاستثمار

يمكن تصنيف شركات الاستثمار من حيث حركة رؤوس أموالها، ومن ثم حسب نظم الاسترداد المطبقة فيها إلى نوعين:

- 1) الشركات ذات النهاية المغلقة.
- 2) الشركات ذات النهاية المفتوحة.

1-2-1-6-2 الشركات ذات النهاية المغلقة

Closed –End Investment Companies

أنت تسمية هذا النوع من الشركات، أي المغلقة، من واقع ثبات رأسمالها، وذلك بمجرد انتهاء مدة الاكتتاب فيها. أي إنه، وبمجرد انتهاء الاكتتاب الأولي، لا يجوز لإدارة الشركة أن تطرح حصصاً أو أسهماً إضافية، بقصد زيادة رأس المال. وبالمقابل، لا يحق لها تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص، وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منها إلا عند التصفية. لا يمنع ثبات رأس المال في هذه الشركات، من تداول أسهمها في السوق المالي. وفي الواقع فإنه يتم بيع وشراء وحدات هذه الشركات في الأسواق الثانوية تماماً كبيع وشراء الأسهم. ولذلك فإن القيمة السوقية لوحدة هذه الشركات، تتحدد حسب العرض والطلب في السوق المالي.

ويلاحظ بالنسبة لهذه الوحدات، أن القيمة السوقية لها، نادراً ما تتساوى مع ما يسمى بصافي قيمة وحدة الصندوق NAV. حيث إن صافي قيمة الوحدة الاستثمارية في هذه الصناديق يحسب كالاتي:

صافي قيمة الوحدة = القيمة السوقية للأصول - قيمة الخصوم / عدد الأوراق المالية

إذا كانت القيمة السوقية لأصول الشركة مثلاً 50 مليون دولار، وقيمة مطلوباتها 20 مليون دولار، وعدد الأوراق المالية التي تمتلكها 2 مليون ورقة، إذًا:

$$\text{صافي قيمة الوحدة} = \frac{50 - 20}{2} = 15 \text{ مليون}$$

وكما ذكرنا أعلاه، فإن القيمة السوقية لوحدة الصندوق، نادراً ما تساوي صافي قيمة الوحدة. فالقيمة السوقية إما أن تكون أكبر من صافي قيمة الوحدة، ويقال في هذه الحالة إن وحدة الصندوق تباع بعلاوة، أو أن تكون أقل من صافي قيمة الوحدة، ويقال في هذه الحالة أنها تباع بخصم.

من الملاحظ أن نسبة كبيرة نسبياً من الوحدات الاستثمارية تباع بخصم من صافي قيمة الوحدة. ولكن

كيف يمكن تفسير اختلاف السعر عن صافي قيمة الوحدة في الشركات المغلقة؟

يعود السبب الأول في اختلاف السعر عن صافي قيمة الوحدة في الشركات ذات النهاية المغلقة، إلى توقعات المستثمرين. فإذا كانت التوقعات بشأن المركز المالي لشركة الاستثمار متفائلة، فإن القيمة السوقية لوحدة الصندوق تزداد، وقد تصبح أكبر من صافي قيمة الوحدة. ويحدث العكس، في حال كانت التوقعات متشائمة بشأن مستقبل الشركة.

حاولت العديد من الدراسات أن تقدم تفسيراً لوحدة الصندوق التي تباع بخصم. ومن التفسيرات التي قدمت في هذا المجال انخفاض سيولة هذه الوحدات، أو تدهور المركز المالي للشركة، أو ارتفاع المصاريف التي تتقاضاها هذه الشركات، بالإضافة إلى ارتفاع الضرائب على أرباح المستثمرين من هذه الشركات.

2-2-1-6-2 الشركات ذات النهاية المفتوحة Open –End Investment Companies

نشأ هذا النوع عن الشركات بعد النوع الأول، أي الشركات ذات النهاية المغلقة، وقد اكتسب تسميته من كونه مفتوحاً في اتجاهين. بمعنى في اتجاه زيادة رأسماله من جهة، واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. أي إنه يمكن لمدير الشركة، أن يطرح أسهماً أو حصصاً جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء مدة الاكتتاب الأولى. كما يمكن بالمقابل، لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه، أن يسحب من الصندوق حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم فيه عن طريق الاسترشاد بمؤشر صافي قيمة الوحدة المحدد في تاريخ الإطفاء. يعدّ هذا النوع من شركات الاستثمار الأكثر شيوعاً والأكثر شعبية لدى المستثمر العادي، ويمكن للمستثمر شراء حصص من الشركة في أي وقت يشاء، كما يمكنه بيع هذه الحصص للشركة في أي وقت يشاء. أي أن الشركة ملزمة قانونياً بالبيع للمستثمر، والشراء من المستثمر. ويتم البيع والشراء حسب صافي قيمة الوحدة. إذاً فإن هذا النوع، يختلف عن النوع الأول من الشركات:

(i) لا يتم تداول حصص النوع الثاني في السوق المالي كما في النوع الأول؛

(ii) يتم الشراء والبيع بموجب صافي قيمة الوحدة لا أكثر ولا أقل.

ويمكن تقسيم هذا النوع من شركات الاستثمار إلى مجموعتين رئيسيتين:

(1) شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وتتقاضى عمولة من المستثمر عند شرائه وحدات من الصندوق، وتدعى Load Funds .

(2) شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، التي لا تتقاضى عمولة من المستثمر وتدعى No-Load Funds .

يتقاضى النوع الأول من الشركات، عمولة من المستثمر تصل في حدها الأقصى إلى 8.5 من قيمة

الاستثمار، ويتم خصمها في العادة من المبلغ المستثمر.

مثال رقم(2-2-1-6-2). إذا استثمر مستثمر مبلغ 1000 دولار، فإنه يتم خصم مبلغ 85 دولاراً كعمولة، ويباع لهذا المستثمر حصصاً بمبلغ 915 دولاراً فقط.

لقد أدت ظروف المنافسة الشديدة بين الشركات، إلى انخفاض العمولة مع مرور الوقت. ويعود السبب

في هذه العمولة، إلى أن هذه الشركات، تبيع إلى المستثمرين من خلال وسطاء ماليين، ولذلك فإن هذه

العمولة تدفع إلى الوسيط، والذي بدوره يتقاسم هذه العمولة مع شركة الوساطة التي يعمل لحسابها. وفي العادة فإن الشركات التي تتقاضى عمولة من المستثمر عند شرائه وحدات منها، لا تتقاضى رسوم استرداد (إطفاء) Redemption Fees، وهي نوع آخر من الرسوم يدفعه المستثمر، عندما يقوم ببيع وحدات الصندوق التي يملكها في الشركة، وتتراوح بين 1 إلى 3%.

لايتقاضى النوع الثاني من شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة عمولة من المستثمر. يعود السبب في ذلك، إلى أن حصص هذه الشركات لا تباع من خلال وسطاء، وإنما من خلال الشركات مباشرة. ويتم الاتصال بالشركات مباشرة، من خلال البريد أو التلفون أو الإنترنت دون تدخل الوسطاء. ولكن: كيف تقوم هذه الشركات بتغطية مصاريفها، مع أنها لا تتقاضى عمولة بيع؟

إن نوعي الشركات ذات النهاية المفتوحة، يتقاضى عمولة سنوية، تسمى بعمولة المصاريف Expense Fees، وهي نسبة مئوية يتم اقتطاعها في نهاية السنة من المستثمر، لتغطية المصاريف الإدارية والمصاريف غير المباشرة والمصاريف الأخرى التي تتحملها هذه الشركات.

2-6-2-1 صناديق الاستثمار

Investment Funds

عندما تحتاج الشركات أو الحكومات إلى التمويل، فإنها تختار وسائل لإغراء المستثمرين وتعددهم بالعائد. لقد شهدت السنوات الثلاثون الماضية انفجاراً في الهندسة المالية وابتكار أدوات مالية جديدة، من خلال النماذج الرياضية في التسعير. وقد تزامن هذا الانفجار مع التوسع المتزايد في قوة الحواسيب، مما سمح للمستثمرين المحترفين بإجراء ملايين العمليات الحسابية المتضمنة في نماذج التسعير المتطورة. كما يتيح الإنترنت للهواة الوصول الفوري إلى المعلومات والحسابات.

يستند الكثير من نظرية المحفظة الحديثة التي أنتجت هذه الابتكارات (أي فكرة استخدام القدرة على التنبؤ بالعوائد لإدارة محافظ الاستثمارات)، على أفق زمني لانهائي، يلحظ الأداء على مدى فترات زمنية طويلة جداً. كان هذا قيماً للغاية بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين (على سبيل المثال، صناديق التقاعد pension funds، شركات التأمين insurance companies، المؤسسات الوقفية endowments، المؤسسات الخيرية foundations، والصناديق الائتمانية trusts)، لأنها تمنحهم الفرصة لتعظيم العوائد على مدى الآفاق الزمنية غير المحدودة. ومع ذلك، بالنسبة لمعظم المستثمرين الأفراد، فإن نظرية المحفظة قد تكون غير عملية. ليس لدى المستثمرين الأفراد أفقاً زمنياً غير محدود، لديهم فقط مساحة صغيرة نسبياً من الوقت لخلق الثروة والاستمتاع بها. إن الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد، هو عملية توازن يجب أن تتم قبل نفاد الوقت، بين المطالب والرغبات، العائد والمخاطرة.

تحصل صناديق الاستثمار على الأموال من المستثمرين بهدف مشترك، هو تجميع الأموال ومن ثم استثمارها في الأوراق المالية وفقاً لمجموعة محددة من الأهداف. إذاً، فصندوق الاستثمار Fund أشبه ما يكون بوعاء مالي ذي عمر محدد، تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار مثلاً)، بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً، وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع Diversification ومراعاة ما يعرف بقاعدة الرجل الحريص في إدارة موجودات الصندوق The Prudent man Rule.

تستهدف قاعدة الرجل الحريص The Prudent man Rule، تجنب المشكلات التي قد تؤثر في قدرة المحفظة المالية على النمو والاستقرار، ومن ثم يلجأ المستثمر إلى تلافي المشكلات التي قد يقابلها عند بناء محفظة الاستثمار، مثل ارتفاع تكلفة المعاملات، التنوع غير الضروري، عدم الاستفادة من البدائل الاستثمارية المتاحة، وعدم الاستفادة من تحليل المؤشرات المالية. وفي ضوء هذه القاعدة يتصرف المستثمر بحرص شديد حتى يتجنب المشكلات المشار إليها.

وبالمفهوم أعلاه يعدّ صندوق الاستثمار أداة مالية، ولكن بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق، يكون أداة استثمار مركبة. ويقوم الصندوق عادة بالمتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، كما يمكن بالمثل تكوين صناديق استثمار عقارية تقوم بالمتاجرة بالعقارات. إن من أكبر المزايا التي تحققها صناديق الاستثمار، أنها تهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يقوموا بتسليم مدخراتهم تلك إلى مجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولون إدارتها مقابل عمولة معينة. ونميز بين نوعان من الصناديق:

1. الصناديق ذات النهاية المفتوحة open-end funds؛

2. الصناديق ذات النهاية المغلقة closed-end funds.

2-2-6-2 أنواع صناديق الاستثمار

يطلق تعبير صناديق الاستثمار على المحافظ الاستثمارية التي تديرها شركات الاستثمار. وقد تقوم الشركة الواحدة بإدارة عدد من الصناديق في آن واحد. ويوجد العديد من صناديق الاستثمار التي تلبي رغبات وأهداف المستثمرين على اختلافها وفيما يلي أهم أنواع هذه الصناديق:

صناديق النمو النشطة

Aggressive Growth Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح الرأسمالية، ولا تهدف إلى تحقيق دخل منتظم للمستثمر. وتتكون المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق من أسهم شركات تم إنشاؤها حديثاً، أو شركات ذات مركز مالي متدهور، أو شركات متعثرة، وبسبب ذلك فإن مخاطر الاستثمار في هذه الصناديق مرتفعة جداً وكذلك العائد المتوقع.

صناديق النمو

Growth Funds

تستثمر هذه الصناديق في الأسهم العادية لشركات ذات مركز مالي جيد Well-established وسمعة طيبة، وتهدف إلى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر، لا تحقيق دخل منتظم على شكل توزيع أرباح. ولذلك فإن مخاطر هذه الصناديق عالية نسبياً نظراً لتقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي.

صناديق النمو والدخل

Growth and Income Funds

تسعى هذه الصناديق إلى تحقيق أكبر هدف مزدوج وهو حصول المستثمر على دخل منتظم من توزيعات الأرباح، وفي الوقت نفسه تحقيق أرباح رأسمالية من ارتفاع السعر. ولذلك فإنها تستثمر بشكل رئيسي في أسهم شركات تتزايد قيمتها في السوق المالي، كما أن لها سجلات معروفة، في توزيع الأرباح على المساهمين. ويعدّ مستوى المخاطرة، والعائد الذي تحققه هذه الصناديق متوسطاً.

صناديق الدخل

Income Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أقصى دخل ممكن للمستثمر. وعلى اعتبار أن هدفها هو تحقيق أقصى دخل ممكن، فهي تستثمر إما في السندات أو الأسهم. وتعرف عند الاستثمار في السندات بصناديق الدخل

من السندات Income–Bond Funds. وتسمى في حالة الاستثمار في الأسهم ذات التوزيعات المستقرة والمعروفة باستمراريتها، بصناديق الدخل من الأسهم Income – Equity Funds.

صناديق السندات ذات العائد المرتفع

High – Yield Bond Funds

تركز هذه الصناديق استثماراتها في السندات ذات المخاطرة المرتفعة نسبياً بهدف الحصول على عائد مرتفع .

الصناديق العالمية

Global Funds

تستثمر هذه الصناديق، إما في الأسهم أو السندات الدولية. عند الاستثمار في الأسهم التي يتم تداولها في أسواق المال العالمية، كالأسواق الأوروبية، وأسواق جنوب شرق آسيا والأسواق الأمريكية. وتسمى في هذه الحالة بصناديق الأسهم العالمية Global Equity Funds. وعندما تستثمر في السندات الدولية، سواء سندات الشركات أم السندات الحكومية، يطلق عليها صناديق السندات العالمية Global Bond Funds. ويهدف هذان النوعان من الصناديق إلى تنويع مخاطر الاستثمار، ولكنها في الوقت نفسه تضيف نوعاً آخر من المخاطر، هو مخاطر أسعار الصرف.

الصناديق المتوازنة

Balanced Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق الأهداف الآتية معاً:

(1) المحافظة على رأس المال المستثمر .

(2) تحقيق الدخل الحالي للمستثمر .

(3) تحقيق النمو المستثمر في رأس المال والدخل .

وعلى اعتبار أنها تسعى لبلوغ الأهداف الثلاثة في الوقت نفسه، فإن المحافظ الاستثمارية لهذه الصناديق تتكون من خليط من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة والسندات. وتعدّ المخاطرة فيها منخفضة نسبياً.

صناديق سوق النقد

Money Market Funds

تستثمر صناديق سوق النقد في الأوراق المالية قصيرة الأجل، مثل أدونات الخزينة، وشهادات الإيداع والأوراق التجارية. وتهدف في الأساس إلى توفير قدر عال من السيولة للمستثمر، والمحافظة على رأس المال في الوقت نفسه. مخاطر هذه الصناديق منخفضة، والعائد المتوقع منها منخفض أيضاً.

2-6-2-3-1 الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار

يختلف الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار حسب الآتي:

(1) تنوع أغراض الصندوق.

(2) تبعاً لحجم استثمارات الصندوق.

(3) وفقاً لشروط عقد تكوينه.

ويمكن بشكل عام تمييز الوظائف الرئيسية الآتية في الصندوق:

(1) **مدير الصندوق Fund Manager** يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة،

ويمكن للمدير أن تسند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار.

ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعاباً، يحددها عادة النظام الداخلي

للمصندوق في صورة نسبة مئوية معينة من صافي قيمة وحدة الصندوق NAV. ويصدر مدير

الصندوق، للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق، وحدات استثمارية أو شهادات استثمار.

(2) **أمين الاستثمار Fund Custodian** وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات

ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين. ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق

ومراقبة أعمال المدير، لذلك يعدّ بمنزلة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين

الصندوق هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق.

(3) **وكيل البيع Dealer** هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء، يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي

يصدرها الصندوق. ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة

البنك المركزي.

(4) **الهيئة الاستشارية Consultants** وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار

والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه

استثماراته للمجالات المناسبة. ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

2-6-2-3-2 مزايا صناديق الاستثمار

يتمتع المستثمر في صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا وهي:

a. التنوع Diversification

يعدّ التنوع من أهم مزايا صناديق الاستثمار. ويقصد بالتنوع، توزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأصول بهدف تخفيض المخاطرة، وهو بالضبط ما تقوم به صناديق الاستثمار، من حيث توزيع استثماراتها على الأوراق المالية المختلفة. فقد يكون صعباً أن يتمكن المستثمر بموارده المالية المحدودة من تنوع لاستثماراته كما تفعل صناديق الاستثمار. كما أن ذلك قد يكون مكلفاً بالنسبة للمستثمر بسبب ارتفاع العمولات التي يتوقع أن يدفعها للوسيط المالي، إذا ما رغب في شراء العديد من الأوراق المالية. ويأخذ التنوع أشكالاً متعددة منها، التنوع:

- بين أنواع مختلفة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة.
- بين عدد كبير من الأوراق المالية من النوع نفسه مثل شراء عدد كبير من الأسهم لشركات مختلفة.
- بين صناعات مختلفة بدلاً من تركيز الاستثمار في صناعة معينة.
- وذلك بشراء العديد من الأوراق المالية في دول مختلفة.

b. تلبية وتنوع أهداف المستثمر

يتضح من خلال استعراضنا لأنواع صناديق الاستثمار أن هناك العديد من الصناديق التي يلبي كل منها هدفاً معيناً أو أكثر من أهداف المستثمرين. فهناك الصناديق التي تهدف إلى المحافظة على رأس مال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، وثالثة تهدف إلى تحقيق الدخل، وهكذا. ولذلك فإنه من السهل على المستثمر أن يجد الصندوق الذي يخدم أهدافه وتفضيلاً له. فالمستثمر الذي لديه الاستعداد لتحمل المخاطرة المرتفعة في سبيل تحقيق عائد مرتفع، يمكنه الاستثمار في صناديق النمو. في حين أن المستثمر المحافظ الذي يفضل المخاطرة المنخفضة، يمكنه الاستثمار في صناديق سوق النقد.

c. تقديم الخدمات للمستثمر

تقدم صناديق الاستثمار العديد من الخدمات للمستثمرين ومنها مثلاً:

- الاحتفاظ بسجلات للمعاملات التي يقوم بها المستثمر خلال العام كافة، مثل سجلات توزيعات الأرباح، والفوائد والأرباح الرأسمالية، وهي خدمة مهمة جداً للمستثمر.

- نقل ملكية الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية، وتحصيل التوزيعات والفوائد المستحقة.
- تحويل المستثمر من صندوق إلى آخر في الشركات التي تدير صناديق متعددة، وذلك حسب رغبة المستثمر.
- إعادة استثمار التوزيعات المستحقة للمستثمر على شكل حصص إضافية في الصندوق.
- إبداء النصح والمشورة للمستثمر خاصة فيما يتعلق بالضرائب.

d. الاستفادة من الخبرات الإدارية للصناديق

تتميز إدارة الصناديق بالتأهيل العلمي العالي والخبرة الطويلة في مجال الاستثمار، وهي تقوم بدور فعال في إدارة الصناديق، حيث تقوم ببناء التشكيلة الملائمة للمحفظة الاستثمارية، ثم متابعة حركة الأسعار في السوق، لإضافة أوراق مالية جديدة إلى المحفظة، أو بيع أوراق مالية من المحفظة لاحتمال تحقيق خسارة فيها. بالإضافة إلى اختيار التوقيت المناسب لهذه القرارات الاستثمارية. كما أن بعض هذه الصناديق يضم أقساماً لإجراء الأبحاث والدراسات التي تساعد على اتخاذ مثل هذه القرارات.

المبحث الأول

التحليل الكمي للسندات

Quantative Analysis

الأهداف التعليمية:

1. توضيح التحليل الكمي للسندات.
2. فهم أهمية التحليل الكمي للمستثمر في السندات.
3. معرفة النسب المالية المستخدمة في تحليل السندات.

يتوجب على المستثمر في السندات، أن يقيّم طيفاً واسعاً من العوامل التي يمكن أن تؤثر في استثماره. وتتمثل العوامل المفتاحية ذات الصلة بعملية التقييم، بالعوامل التي لها نتائج على الأداء والوضع المالي للشركة المصدرة للسندات، حيث تستخدم مختلف المؤشرات لتقييم تلك العوامل. ويتضمن تحليل السندات نوعين من التحليل هما: التحليل الكمي والتحليل النوعي.

4-1-1 التحليل الكمي

تسمح المؤشرات الكمية، وهي نسب مالية، بتقييم الحالة المالية، من حيث القدرة على الاستدانة والموثوقية أو سمعة الشركة المصدرة للسندات. وعلى اعتبار أن السندات، تمثل أدوات دين، يصبح المستثمر في هذه السندات هو الدائن فعلاً. وبناء عليه، فإن الأمر الأكثر أهمية خلال التحليل، هو تقييم مصداقية الشركة المصدرة للسندات.

يمكن تعريف التحليل الكمي أساساً، بأنه عملية تقييم قدرة مصدر السندات، على الوفاء بالالتزامات في الوقت المناسب. وعلى غرار تحليل الأداء الأساسي للأسهم العادية، فإن تحليل السندات (أو تحليل الائتمان)، يستخدم أو يقوم على النسب المالية. ويختلف تحليل السندات مع ذلك، عن تحليل الأسهم، في أن حامل السندات العادية، لا يجني أية فائدة من حقيقة أن دخل الشركة يمكن أن ينمو في المستقبل. إن مثل هذه

الأموال، أي نمو الأرباح، إنما تهتم حامل السهم. إن المستثمر في السندات بدلاً من ذلك، أكثر اهتماماً بمصداقية الشركة واستقرارها المالي.

يهتم حامل السهم بنمو الأرباح، أما المستثمر في السندات، فأكثر اهتماماً بمصداقية الشركة واستقرارها المالي.

4-1-2 النسب المالية في تحليل السندات

يمثل تقدير النسب المالية، استناداً إلى البيانات المالية الرئيسية للشركة (الميزانية العمومية، الأرباح والخسائر، بيان التدفق النقدي... إلخ)، أحد الأدوات الرئيسية للتحليل الكمي. إن بعض النسب المستخدمة في تحليل السندات، هي نفسها المستخدمة في تحليل الأسهم، غير أن أهم النسب المالية لتحليل السندات إنما تتمثل بالآتية:

1. نسبة الدين/حقوق الملكية $Debt / Equity \text{ ratio}$.
2. نسبة الدين / التدفق النقدي $Debt / Cash \text{ flow ratio}$.
3. نسبة تغطية الديون $Debt \text{ coverage ratio}$.
4. نسبة التدفق النقدي / خدمة الدين $Cash \text{ flow} / Debt \text{ service ratio}$.

ونناقش هذه النسب بشيء من التفصيل.

نسبة الدين إلى حقوق الملكية

تُظهر نسبة الدين إلى حقوق الملكية، درجة الرفع المالي للشركة. وتعبّر حقوق الملكية، عن النهج المحافظ في تمويل الشركة، ذلك أنه في حالة وجود مشاكل مالية في الشركة، فإنه لا يتم دفع توزيعات للمساهمين، بينما في حالة التمويل بالدين، يتوجب على الشركة سداد الدين ومدفوعات الفائدة، بغض النظر عن مستوى ربحيتها. تؤثر القيمة المرتفعة لهذه النسبة إلى زيادة مخاطر الائتمان. ويستند تقدير هذه النسبة إلى البيانات الواردة في الميزانية العمومية للشركة.

$$Debt/Equity \text{ ratio} = D_L / SE_T \quad (1)$$

حيث: D_L هي الدين الطويل الأجل، SE_T تعبر عن إجمالي حقوق حملة الأسهم.

نسبة الدين إلى التدفق النقدي

تُظهر نسبة الدين إلى التدفق النقدي، عدد السنوات التي تحتاجها الشركة للوفاء بجميع التزاماتها الطويلة الأجل و عقود الإيجار، باستخدام الأموال الحالية المتولدة (التدفق النقدي) من قبل الشركة. وبطبيعة الحال، فإن هذا أمر لا يصدق عملياً، بمعنى أن تستخدم الشركة مثل هذه الخطة العدوانية في سداد الديون، غير أن هذه النسبة تمثل مقياساً فعالاً للسلامة والمرونة المالية للشركة.

يمكن للشركات التي تتخفف لديها نسبة الدين إلى التدفق النقدي، أن تقتصر الأموال اللازمة بسهولة في أي وقت، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن الشركات التي ترتفع لديها نسبة الدين إلى التدفق النقدي تواجه مشاكل كبيرة، في حال كانت ترغب بزيادة رأس المال عن طريق الاقتراض، من أجل نشاطها التجاري. ويستند تقدير نسبة الدين إلى التدفق النقدي إلى البيانات الواردة في الميزانية العمومية (الدين طويل الأجل)، قائمة الأرباح والخسائر (صافي الدخل، الاهتلاك) أو بيان التدفقات النقدية (إذا لم يظهر الاهتلاك في حساب الأرباح والخسائر للشركة). إن المعلومات عن مدفوعات الاستئجار المستقبلية للشركة، تقدم غالباً، في البيانات خارج الميزانية العمومية.

$$\text{Debt/Cash flow ratio} = \frac{(DL + LP)}{(NI + DC)} \quad (2)$$

حيث: LP هي مدفوعات الاستئجار، NI صافي الدخل، DC الاهتلاك.

نسبة تغطية الديون

يتم في بعض الأحيان، عرض نسبة تغطية الديون، على أنها معدل "دوران الفائدة" Interest turnover. إن هذا المؤشر التحليلي مهم جداً، حيث يتم تقييم الشركة التي ترتفع فيها هذه النسبة بأنها أقوى مالياً. وعند تحليل هذه النسبة، لا يكفي أن تؤخذ نتيجة الشركة لسنة واحدة، بل من الضروري دراسة اتجاه التغيرات في هذه النسبة لأطول فترة ممكنة. ومن المهم بشكل خاص، تحليل الكيفية التي تمكنت بها الشركة من دفع الفائدة على الدين في وقت حققت فيه دخلاً منخفضاً، أي في فترات الأزمات الاقتصادية وغيرها من الظروف غير المواتية للشركة. وتبين هذه النسبة، بالإضافة إلى ذلك، حجم الاحتياطي لدى الشركة لتغطية الفائدة، في حال كان قد انخفض دخل الشركة. كلما زاد الاحتياطي، انخفضت مخاطر السندات المصدرة من قبل الشركة.

$$\text{Debt coverage ratio} = \text{EBIT}/I \quad (3)$$

حيث: EBIT هي الربح قبل الفائدة والضريبة، I نفقات الفائدة.

نسبة التدفق النقدي إلى خدمة الدين

يجب التنويه بداية، بأن تقدير نسبة التدفق النقدي إلى خدمة الدين، يتضمن تعديل مدفوعات الدين والفوائد بضريبة الشركات. ويعدّ هذا الأمر ضرورياً، لأن مجموع سداد الديون، يجب أن يرتفع مع مجموع ضريبة الشركات. ومن ثم، يتم إطفاء الدين باستخدام صافي الدخل. نفقات الفائدة ومدفوعات التأجير في كثير من الأحيان هي جزء من النفقات المالية للشركة. على الرغم من أن نسبة تغطية الديون هي مقياس جيد لتقييم مستوى الائتمان للشركة، إلا أن العديد من محلي الائتمان يعدون نسبة التدفق النقدي إلى خدمة الدين هي أفضل مقياس لتقييم مصداقية الشركة. وتتمثل حجتهم الرئيسية، في أن الدخل المتولد عن الشركة لا يظهر صافي الدخل فقط، وإنما النفقات غير النقدية، من مثل نفقات الاستهلاك أيضاً. ليست قدرة الشركة على دفع الفائدة، هي ما يهم الدائن فقط، بل القدرة على سداد الديون وتغطية مدفوعات التأجير، في الوقت المناسب كذلك.

$$\text{Cash flow / Debt service ratio} = \frac{(\text{EBIT} + \text{DC})}{[I + \text{DR} (1 - T_r)^{-1} + \text{LP}(1 - T_r)^{-1}]} \quad (4)$$

حيث: DR هي تسوية الدين debt retirement، T_r معدل ضريبة الشركة.

المبحث الثاني

التحليل النوعي للسندات

Qualitative Analysis

الأهداف التعليمية:

1. توضيح المقصود بالمؤشرات النوعية.
2. مجموعات المؤشرات.
3. تحليل معدلات الفائدة السوقية.

لتقييم مصداقية الشركة، يلزم تحليل العوامل غير القابلة للقياس الكمي. ولسوء الحظ، فإن طبيعة غالبية هذه العوامل وتقييمها ذاتي، ولهذا السبب فإن إدارة هذه العوامل أكثر صعوبة. أياً يكن، فإن هذا الجزء من تحليل السندات القائم على المؤشرات النوعية، مهم وغالباً ما يشكل الخط الفاصل بين الاستثمار الفعّال وغير الفعّال في السندات.

تقيس المؤشرات النوعية، العوامل المؤثرة في مصداقية الشركة، وهي في معظمها ذاتية من حيث الطبيعة والتقييم، وغير قابلة للقياس الكمي. إذ، على الرغم من أن النسب المالية التي نوقشت أعلاه تسمح بتقييم وضع الشركة الائتماني، ولكن هذا التقييم ليس كاملاً.

4-2-1 مجموعات المؤشرات النوعية (الأبعاد)

* المؤشرات الاقتصادية الأساسية -

أي المناخ الاقتصادي الحالي والعوامل الاقتصادية العامة والصناعية الكلية؛

* وضع السوق -

درجة الهيمنة أو السيطرة في السوق وإجمالي حجم الشركة. فالشركة الأضخم، تصنيفها الائتماني هو الأقوى.

* الإمكانيات الإدارية -

ويقصد بها جودة فريق إدارة الشركة.

* عوامل سوق السندات -

من مثل مدة الاستحقاق، والقطاع المالي، وجودة السندات، والعرض والطلب على الائتمان.

* تصنيف السند -

أي العلاقة بين مردود السند ونوعية السند.

يركز تحليل المؤشرات الاقتصادية الأساسية، على دراسة دورة الأعمال، حالة الاقتصاد الكلي وحالة قطاعات أو صناعات معينة في اقتصاد البلد. ويتمثل الهدف الرئيسي للتحليل الاقتصادي، في دراسة الكيفية التي ستتمكن بها الشركة من الأداء في ظل الظروف المواتية وغير المواتية، لأن هذا الأمر بالغ الأهمية بالنسبة للمستثمر، عندما يحاول تقييم مخاطر شراء سندات الشركة.

يعبر الوضع السوقي عن حصة وحجم الشركة في السوق. إن الشركة الضخمة التي لها الحصة الأكبر في السوق، وباقي العوامل على حالها، يكون تصنيفها الائتماني أعلى. تبين هيمنة الشركة في السوق، قدرة هذه الشركة على تحديد أسعار سلعها وخدماتها. علاوة على ذلك، فإن الشركات الكبيرة أكثر فعالية بسبب أثر الحجم، حيث إن تكاليفها أقل، ومن الأسهل على هذه الشركات التغلب على فترات الانخفاض في الأسعار. أما بالنسبة للشركات الأصغر حجماً، فإنها تؤدي أداء جيداً عندما تزداد الأسعار، ولكن عندما تتراجع الأسواق، فإنها تواجه المشاكل. ومن ثم من المهم أن يأخذ الدائن ذلك الأمر في الاعتبار.

تعكس الإمكانيات الإدارية، أداء فريق إدارة الشركة. وغالباً، يكون من الصعب جداً تقييم جودة فريق الإدارة، غير أن نتيجة هذا الجزء من التحليل مهم للمستثمر، عند تقييم نوعية أدوات دين للشركة. فالمستثمرون الراغبون في شراء سندات ذات نوعية مرتفعة فقط، وهذا يعني مخاطرة منخفضة، غالباً ما يختارون مديري الشركات الذين يتبعون سياسة اقتراض محافظة فقط. وعلى النقيض من ذلك، فإن المستثمرين المحبين للمخاطرة، سيبحثون عن الشركات التي تتبع إدارتها، سياسة اقتراض هجومية أو عدوانية، وتعمل برافعة مالية مرتفعة. وبشكل عام فإن غالبية حملة السندات، يريدون أولاً وقبل كل شيء، معرفة كيف يتحكم مديرو الشركة في التكاليف؟ وما يقومون به لضبط وتدعيم الميزانية العمومية للشركة. لهذا

الغرض يجب على المستثمر تحليل الميزانية لفترة 3-5 سنوات، ودراسة التغيرات والتوجهات في العناصر الرئيسية لهذه الميزانية.

تتمثل عوامل سوق السندات بمدة الاستحقاق، القطاع المالي، نوعية السندات، العرض والطلب على الائتمان. يجب على المستثمر فهم أي العوامل والشروط، التي لها التأثير على المردود وأسعار السندات. وبتناول العوامل الرئيسية المذكورة أعلاه بتفصيل أكبر:

- مدة الاستحقاق. ترتبط عموماً بمعدل الفائدة (المردود) على السند بشكل مباشر؛ ومن ثم، فالسندات بفترة استحقاق أطول، يكون مردودها أعلى من السندات بفترة استحقاق أقصر؛
- القطاع الاقتصادي، الذي يمثله مصدر السندات. يختلف المردود على السندات في مختلف قطاعات الاقتصاد، فمثلاً، السندات الصادرة عن شركات قطاع الخدمات تعطي مردوداً أعلى للمستثمر عموماً، من السندات في أي قطاع آخر أو من السندات الحكومية؛
- جودة السندات. كلما ارتفعت نوعية السند، انخفض المردود. وبالنسبة للسندات ذات الجودة الأقل يكون المردود أعلى.
- مستوى التضخم. يقلل التضخم من القوة الشرائية للدخل المستقبلي. وبما أن المستثمرين لا يريدون خفض المردود الحقيقي الناتج عن التدفقات النقدية للسندات، فإنهم يطلبون علاوة على سعر الفائدة وذلك للتعويض عن "التعرض" exposure الناجم عن الزيادة في التضخم، أي مقدار ما يمكن أن يخسره المستثمر بفعل المخاطرة المرتبطة بالزيادة في معدلات التضخم. بمعنى آخر، تعرض أكبر - مخاطرة أعلى. ومن ثم فإن المردود من السند يزيد (أو ينقص) مع التغير في مستوى التضخم؛
- العرض والطلب على الائتمان. يتوقف سعر الفائدة أو سعر اقتراض المال في السوق، على العرض والطلب في سوق الائتمان. وبشكل عام، عندما ينمو الاقتصاد، يزداد الطلب على الأموال وتزداد أسعار الفائدة أيضاً. على العكس من ذلك، عندما يكون الطلب على القروض منخفضاً، في فترات الأزمات الاقتصادية، فإن أسعار الفائدة تنخفض نسبياً هي أيضاً.

يلخص تصنيف السندات، غالبية العوامل التي تم التعرض لها أعلاه. إن تصنيف السند، هو الدرجة الممنوحة للسند، التي تشير إلى جودته الائتمانية. وتقدم خدمات التقييم المستقل الخاصة، من مثل ستاندر

أند بورز Standard & Poor's ، موديز Moody's وفيتش Fitch، تقييمات للقوة المالية لمصدر السندات، اي القدرة على دفع قيمة صك السند والفائدة في الوقت المناسب. ومن ثم، فإن دور تصنيف السندات كمؤشر متكامل، مهم للمستثمر في تقييم المردود وأسعار السندات. يرتبط تصنيف السند والمردود من السند عكسياً، بمعنى أنه كلما كانت درجة التصنيف أعلى، كلما انخفض مردود السند. يتم التعبير عن تصنيفات السندات على شكل أحرف تتراوح بين "AAA"، وهي أعلى درجة، إلى "C" ("خردة أو رديء" غير مرغوب فيه)، وهي أدنى درجة لناحية الاستثمار. وتتبع وكالات خدمات التصنيف المختلفة الدرجات نفسها، إلا أنها تستخدم مجموعات مختلفة من الأحرف العلوية والسفلية للتمييز بينها.

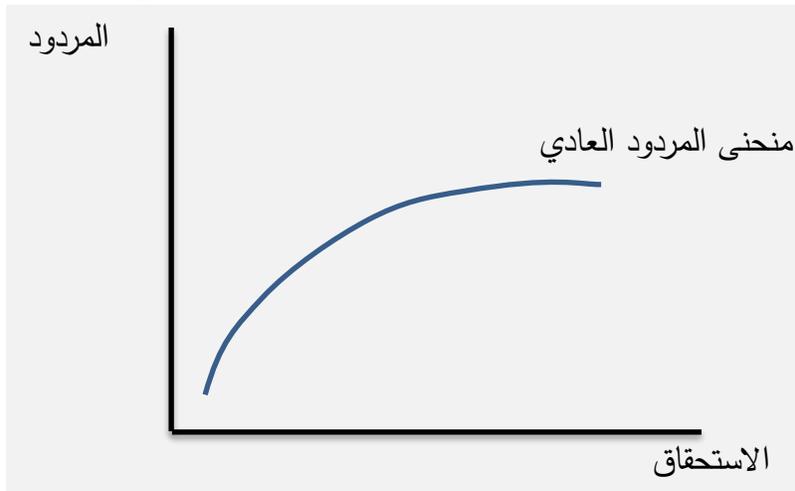
2-2-4 تحليل معدلات الفائدة السوقية

Market interest rates analysis

يعدّ فهم مسببات التغير في أسعار الفائدة السوقية، في مختلف الفترات الزمنية، من الأمور المهمة جداً للمستثمر في السندات. ويمكن ملاحظة التغيرات المتكررة في أسعار الفائدة واتساع نطاقها، ومن ثم فإنها تشكل عاملاً حاسماً في إدارة محافظ الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، فضلاً عن محافظ الأسهم. إن فهم عمليات الاقتصاد الكلي، والأسباب وراء مختلف العوامل الاقتصادية وأسعار الفائدة، تساعد المستثمرين على توقع اتجاه التغيرات في تلك الأسعار، كما يتم تحديد العلاقة بين سعر الفائدة ومستوى الإدخارات والاستثمارات، التغيرات في الإنفاق الحكومي، الضرائب وميزان التجارة الخارجية. ويستخدم المستثمرون في السندات غالباً، منحنيات المردود yield curves في اتخاذ القرارات الاستثمارية (الشكل رقم 1-2-2-4). والمردود على السندات، هو العائد السنوي على الاستثمار في السندات، مع الأخذ بالاعتبار كل دفعات الفائدة (القسيمة أو الكوبون)، وقيمة الإطفاء أو القيمة الاسمية. عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود، يفضل المستثمرون إيداع أموالهم في قنوات أكثر أماناً، مثل سندات الخزانة والمعادن كالذهب والفضة. عدا عن ذلك، يحاول البنك المركزي عادة، تعزيز الاستثمارات الرأسمالية والاستهلاك خلال فترة الركود، عن طريق خفض سعر الفائدة، وزيادة المعروض من النقود. إن مثل هذا التوجه، يترافق مع انخفاض أسعار الفائدة وارتفاع المعروض النقدي، مما يؤدي إلى رفع أسعار السندات.

إن تحليل التغيرات في منحنيات المردود على مدى المدة الزمنية المعنية، يوفر للمستثمرين معلومات عن تحركات سعر الفائدة في المستقبل، وكيف لها أن تؤثر في السلوك السعري والعوائد المقارنة. فإذا بدأ منحنى المردود في الارتفاع بشكل حاد، على سبيل المثال، فإن ذلك يشير عادة إلى أن التضخم يزداد، أو أنه يتوقع أن يزداد في المستقبل القريب. ويمكن للمستثمرين في هذه الحالة، توقع ارتفاع أسعار الفائدة أيضاً. وضمن هذه الظروف، سيتحول المستثمرون النشطون إلى الأوراق بأجال استحقاق قصيرة أو متوسطة، مما يوفر عوائد معقولة ويقلل من تعرضهم لخسارة رأس المال عند هبوط الأسعار. كما يمكن أن تكون منحنيات المردود حادة الميل، حيث ينظر إلى ذلك باعتباره علامة على السوق الصعودي عادة. وفيما يخص المستثمرين الهجوميين أو العدوانيين *aggressive investors* في السندات، فإن هذا الشكل من منحنى المردود يمكن أن يكون إشارة لبدء التحرك نحو السندات طويلة الأجل. وعلى النقيض من ذلك، فإن من شأن منحنيات المردود القليلة الميل أو المسطحة، أن تقلل من الحوافز للاستثمار في سندات الدين طويلة الأجل.

الشكل رقم (1-2-2-4). منحنى المردود العادي



المبحث الأول

مداخل تحليل الأسهم

Stock Analysis (alternative approaches)

الأهداف التعليمية:

1. توضيح مزايا الأسهم العادية بوصفها أداة استثمار.
2. فهم عيوب الأسهم العادية بوصفها أداة استثمار.
3. معرفة تحليل السوق لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

1-1-5 مزايا وعيوب الأسهم العادية بوصفها أداة استثمار

تتمثل المزايا الرئيسية للأسهم العادية بوصفها أداة استثمار في الآتي:

- (1) عادة يكون دخل الاستثمار منها أعلى؛
- (2) يمكن للمستثمر أن يحصل على دخل تشغيلي على شكل توزيعات نقدية؛
- (3) الأسهم العادية لديها سيولة عالية جداً، ويمكن بسهولة نقلها من مستثمر إلى آخر؛
- (4) تكاليف المعاملات للأسهم العادية المعنية منخفضة نسبياً؛
- (5) السعر الاسمي للسهم العادي أقل بالمقارنة مع الأوراق المالية الأخرى.

ويمكن ذكر العيوب الآتية للأسهم العادية كاستثمار:

- (i) الأسهم العادية أكثر خطورة بالمقارنة مع العديد من أنواع الأوراق الأخرى؛
- (ii) اختيار هذه الأوراق المالية معقد: العرض منها مرتفع، كما أنها صعبة التقييم؛
- (iii) الدخل التشغيلي منخفض نسبياً (يأتي الدخل الرئيسي من الربح الرأسمالي، الناجم عن التغير في سعر السهم).

5-1-2 تحليل السوق لاتخاذ القرارات الاستثمارية

ينصب التركيز في هذا القسم على التحليل الأساسي للأسهم العادية، فعلى الرغم من أن التحليل الفني يستخدم من قبل العديد من المستثمرين، إلا أن التحليل الأساسي وإلى حد بعيد، هو الأكثر انتشاراً. يتوقع المستثمرون من خلال إجراء التحليل الأساسي، من بين أمور أخرى، التغيرات المستقبلية في إجمالي الناتج المحلي، تغير المبيعات ومؤشرات الأداء الأخرى لعدد من الصناعات. و يتوقعون على وجه الخصوص، المبيعات المستقبلية والأرباح لعدد من الشركات. ويتمثل هدف المستثمر الرئيسي من هذا التحليل، في تحديد الاستثمارات الجاذبة المحتملة في الأسهم.

ويستخدم المحللون والمستثمرون مدخلين بديلين للتحليل الأساسي:

a. مدخل أو اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل"؛

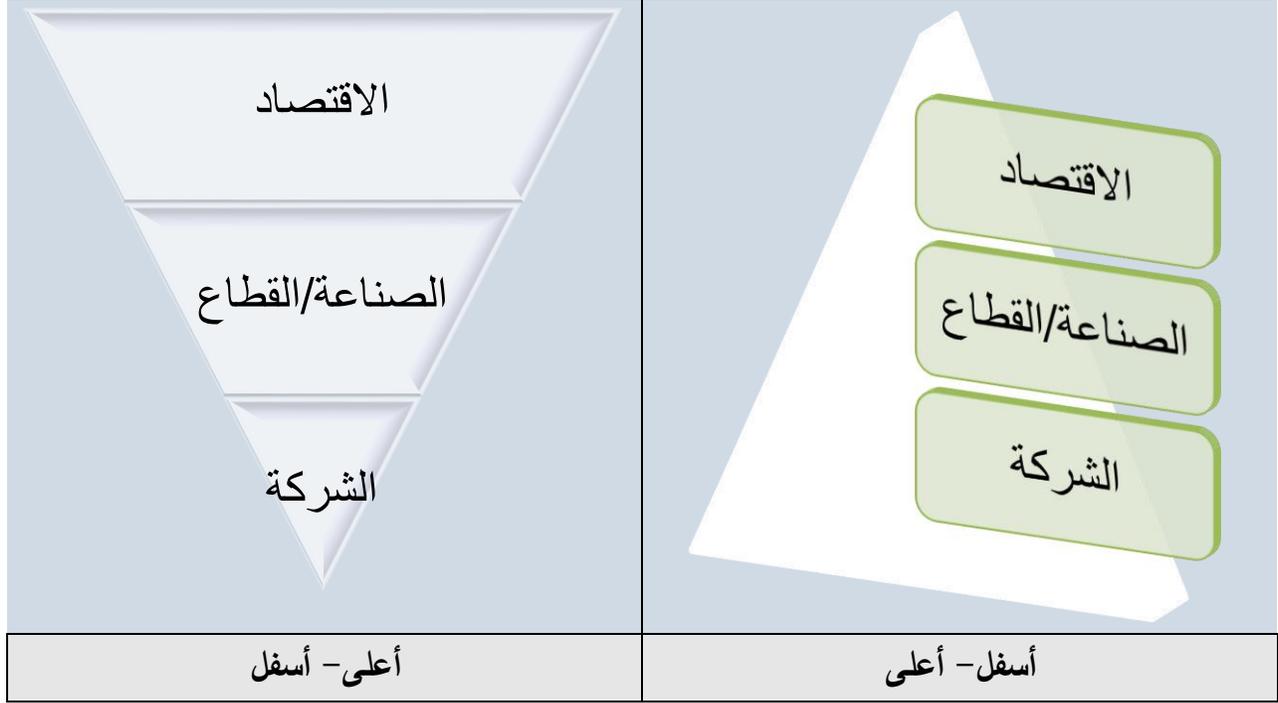
b. مدخل أو اقتراب التنبؤ "أسفل - أعلى".

باستخدام اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل" يقوم المستثمرون أولاً بالتحليل والتنبؤ بخصوص الاقتصاد، وبعد ذلك للصناعات، وأخيراً للشركات. وتستند توقعات الصناعة على توقعات الاقتصاد، كما تستند توقعات الشركة إلى التوقعات الخاصة بكل من الصناعة والاقتصاد.

باستخدام اقتراب التنبؤ "أسفل - أعلى"، يبدأ المستثمرون بالتحليل والتنبؤ للشركات، ثم إجراء التحليل والتنبؤات للصناعات والاقتصاد.

يسود اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل" في الممارسة العملية، لأن المنطق يفرض أنه للتنبؤ بأداء الشركات، يجب تحليل التغيرات في بيئة الاقتصاد الكلي أولاً، وبخلاف ذلك يمكن أن يحصل استنتاج من افتراضات غير متسقة. ويستخدم المحللون أيضاً توليفة من الاقترابين، كأن يتم على سبيل المثال، إجراء التحليل والتنبؤات للاقتصاد باستخدام اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل"، ومن ثم استخدام اقتراب التنبؤ "أسفل - أعلى"، واستكمال التنبؤ بخصوص الشركات. وبالرغم من المقاربات المختلفة إلى سياق التحليل، فإن مضمونه يستند على تحليل الاقتصاد - الصناعة - الشركة E-I-C.

الرسم التوضيحي رقم (1-2-1-5). اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل" و "أسفل - أعلى"



المبحث الثاني

تحليل الاقتصاد، الصناعة والشركة

E-I-C analysis

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على مكونات تحليل الاقتصاد، الصناعة والشركة.
2. فهم محتويات تحليل الاقتصاد الكلي
3. فهم ومعرفة محتويات وطريقة تطوير تحليل الصناعة.

5-2-1 مكونات تحليل الاقتصاد، الصناعة والشركة

يشمل تحليل الاقتصاد، الصناعة والشركة ما يلي:

- الاقتصاد. التحليل الاقتصادي (الاقتصاد الكلي) (يصف حالة الاقتصاد الكلي في بلد معين وتأثيره المحتمل في ربحية الأسهم).
- الصناعة. تحليل الصناعة (يقيّم الوضع في القطاع الصناعي المعني، القطاع الاقتصادي وتأثيره المحتمل في ربحية الأسهم).
- الشركة. تحليل الشركة (التحليل المالي للشركات الفردية من وجهة نظر حملة الأسهم).

ويحتوي تحليل الاقتصاد الكلي على:

- سلوك الاقتصاد في سياق الدورة الاقتصادية) عند أي مرحلة من هذه الدورة الاقتصادية الآن: مرحلة النمو؟ الذروة؟ الهبوط؟ مرحلة الركود؟؛
- السياسة المالية للحكومة (الاستقرار المالي، عجز الميزانية، الدين العام، الخ)؛
- السياسة النقدية (استقرار العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية الأخرى؛ قدرة السلطات(البنك المركزي) على استخدام أدوات سوق النقد في الوقت المحدد، الخ)؛

- العوامل الاقتصادية الأخرى: تضخم، إنكماش؛ مستوى البطالة؛ مستوى الاستهلاك؛ الاستثمارات في قطاع الأعمال؛ إمكانيات استخدام مختلف أنواع الطاقة، وأسعارها؛ التجارة الخارجية، وسعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية (تخفيض أم رفع قيمة العملة؟)

ويمكن الكشف عن محتويات تحليل الصناعة عبر الإجابة على الأسئلة التالية:

- ما طبيعة الصناعة؟ هل هي احتكارية أم تنافسية؟
- ما مستوى التنظيم والإدارة داخل هذه الصناعة؟
- ما الوضع مع التنظيم الذاتي للموارد البشرية في هذه الصناعة؟ هل توجد أية هياكل أخرى منظمة؟
- ما مدى أهمية وتعقيد التكنولوجيا لهذه الصناعة؟
- ما العوامل الرئيسية التي تؤثر في هذه الصناعة؟
- ما شروط الإنتاج والنشاط المالي المهمة في هذه الصناعة؟
- (موارد الإنتاج، توقعات زيادة رأس المال، المنافسة من البلدان الأخرى، وما إلى ذلك)
- ما مرحلة دورة تطوير الصناعة؟ (الانطلاق؟ النمو؟ النضج؟ التدهور)

وتتحدد الطريقة الأخرى لتطوير تحليل الصناعة، من خلال التركيز على أربعة مجالات مهمة:

I. الطلب:

- هل يمكن وصف هذا القطاع /الصناعة بأنه نام، ناضج أم دوري؟
- كيف يتأثر هذا القطاع/الصناعة بالتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي أو أسعار الفائدة؟
- إذا كانت الصناعة دورية، فما المحرك الرئيسي لها، أهو الطلب أم الربح؟
- أهو مرتبط بالأعمال (النفقات الرأسمالية) أو دورة الاستهلاك؟
- ما التحديد الدقيق للطلب على الإنفاق الرأسمالي؟
- هل البضائع في هذه الصناعة مكلفة؟ منتجات فخمة؟ رخيصة؟ للاستهلاك اليومي؟

II. التسعير:

- تمركز هذه الصناعة؟
- ما العوائق أمام دخول هذه الصناعة؟ هل هي عالية؟
- ما مدى قوة وتطلب المستهلكين في هذه الصناعة؟
- هل هناك فائض في السوق من سلع هذه الصناعة، ما قوة الصراع من أجل الحصة في السوق؟
- هل يوجد في هذه الصناعة منافسة عالية في البيئة الدولية؟

III. التكاليف:

- كيف يتم تزويد الصناعة بأدوات الإنتاج؟
- هل تؤثر اتجاهات أسعار المواد الخام المستخدمة في الصناعة تأثيراً كبيراً في الربح؟
- هل تكلفة العمالة هي المكون الرئيسي؟
- هل يتم تأهيل الموارد البشرية في هذه الصناعة؟

IV. تأثير الاقتصاد ككل والسوق المالي في هذه الصناعة:

- هل هذه الصناعة في وضع دفاعي أم نامية؟ كيف يمكن أن تعمل في فترة الركود الاقتصادي؟
- كيف تتأثر هذه الصناعة بأسعار الفائدة؟
- هل يسيطر المخزون بشكل كبير في هذه الصناعة؟
- هل هذا القطاع عالمي؟
- كيف تؤثر التقلبات في أسعار صرف العملات في القطاع؟ هل تؤثر هذه التقلبات في سعر صرف العملة في مقدار الربح المستلم من الخارج أو القدرة التنافسية للقطاع؟
- هل من المحتمل أن تؤثر المخاطر السياسية و/أو التنظيمية في القطاع؟

الجدول التوضيحي رقم (5-2-1-1). تحليل الاقتصاد - الصناعة - الشركة E-I-C

 الاقتصاد	 الصناعة	 الشركة
<ul style="list-style-type: none">• معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي• التحليل القطاعي للناتج• السياسات الخارجية• معدل التضخم• معدل البطالة• نصيب الفرد من الدخل• المناخ الاستثماري• وضع المديونية• معدلات الفائدة• السياسات الاقتصادية للحكومة	<ul style="list-style-type: none">• طبيعة الصناعة• دورة حياة الصناعة• السياسات الخاصة بالصناعة• درجة المنافسة• وضع العمالة• محددات الاستهلاك• التشريع الضريبي• التعرض لقوى خارجية• التحديث التكنولوجي	<ul style="list-style-type: none">• المنتجات والخدمات المعروضة• الإدارة• نمط الأعمال• بنية رأس المال• الحصة السوقية• القرارات الادارية والحوكمة• تحليل النسب• الاستراتيجيات التسويقية• الإصدارات الجديدة.

المبحث الثالث التحليل الأساسي Fundamental analysis

الأهداف التعليمية:

1. فهم مدلول البيانات المالية كأساس في "تحليل الشركة".
2. معرفة استخدام النسب المالية للمقارنة.
3. توضيح أهمية النسب المالية في تقييم القدرة على توليد الأرباح.

5-3-1 البيانات المالية أساس تحليل الشركة

كما أوضحنا سابقاً، يستخدم المحللون والمستثمرون اقترايين للتحليل الأساسي. وأنه بالرغم من أن السائد، استخدام اقتراب التنبؤ "أعلى - أسفل" في الممارسة العملية، إلا أن المحللين يستخدمون توليفة من الاقترابين، "أعلى - أسفل" و "أسفل - أعلى". عدا عن ذلك، فإن مضمون التحليل، إنما يستند إلى تحليل الاقتصاد-الصناعة- الشركة E-I-C.

وتمثل البيانات المالية المعلنة، المفصح عنها والمراجعة، الأساس في تحليل الشركة. ويندرج ضمن هذه البيانات المالية مايلي:

- الميزانية العمومية للشركة Balance Sheet؛
 - قائمة(بيان) الأرباح والخسائر Profit/ loss Statement؛
 - قائمة(بيان) التدفق النقدي Cash Flow Statement؛
 - قائمة(بيان) توزيع الدخل Statement of Profit Distribution؛
- ويشمل التحليل فترات لا تقل عن 3 سنوات عادة.

2-3-5 النسب المالية للمقارنة

يعدّ تحليل النسب المالية مفيداً، عند تحويل المعلومات الأولية الخام في البيانات المالية، إلى صيغة، تجعل من عملية المقارنة بين الشركات من مختلف الأحجام أمراً سهلاً. وبالرغم من أهمية وفائدة النسب المالية، إلا أن لها محددات وحدود.¹ ويأتي اتباع المنشآت لأساليب مختلفة في حساب النسب المالية، من ضمن تلك المحددات. فهناك اختلافات في طرق تقييم المخزون (FIFO, LIFO)، طرق حساب وتقييم الاستهلاك، معاملة الأرباح واختلاف الفترات المحاسبية. هذا من جهة، ومن جهة أخرى يأتي اختلاف المفاهيم المالية ومحددات مرتبطة بطبيعة القوائم المالية وتأثيرات التضخم وغيرها. وبناء عليه، فإن على المحلل المالي أن يقوم بالمقارنة مع الأرقام الأخرى، ومن ثم اعتماد معايير معينة للمقارنة. وتأتي في هذا الصدد، المعايير التاريخية ومعايير الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

ويشمل تحليل النسب المالية الرئيسية كما في الجدول رقم (1-2-3-5)، مايلي:

- 1) نسب الربحية *Profitability ratios*، وتقيس قوة ربحية للشركة؛
- 2) نسب السيولة *Liquidity ratios*، وتقيس قدرة الشركة على التسديد الفوري للمطالب؛
- 3) نسب المديونية *Debt ratios*، وتقيس قدرة الشركة على سداد الالتزامات على مدى الفترات الزمنية؛
- 4) نسب استخدام الأصول *Asset – utilization ratios*، وتقيس قدرة الشركة على استخدام أصولها بكفاءة؛
- 5) نسب القيمة السوقية *Market value ratios*، وهي مجموعة إضافية من النسب تعكس القيمة السوقية للسهم والشركة.

¹. خان، محمد يونس وغرابية، هشام صالح، 2002-الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، ص ص 75-77.

الجدول رقم (1-2-3-5). فئات النسب المالية الرئيسية

النسبة	الصيغة
نسب الربحية	
هامش الربح الإجمالي	الربح الإجمالي/المبيعات
هامش الربح التشغيلي	الربح التشغيلي/المبيعات
هامش الربح الصافي	الربح الصافي/المبيعات
العائد على الموجودات (الأصول)	الربح الصافي/إجمالي الموجودات (الأصول)
العائد على حقوق الملكية	الربح الصافي/حقوق الملكية

نسب السيولة	
نسبة التداول	الموجودات (الأصول) المتداولة/المطلوبات المتداولة
نسبة السيولة السريعة	(الموجودات المتداولة - المخزون)/المطلوبات المتداولة
صافي رأس المال العامل	الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة

نسب المديونية	
الديون إلى الموجودات (الأصول)	مجموع الديون/مجموع الموجودات
الديون إلى حقوق الملكية	الديون الكلية/حقوق الملكية
عدد مرات تغطية الفوائد	الربح قبل الفوائد والضرائب/الفوائد

نسب استخدام الأصول	
معدل دوران المخزون	تكلفة البضاعة المباعة/متوسط المخزون
معدل دوران الذمم المدينة	المبيعات/إجمالي الذمم
معدل دوران الموجودات الثابتة	المبيعات/صافي الموجودات الثابتة

القسم الأول

معدل دوران مجموع الموجودات	المبيعات/مجموع الموجودات
نسب القيمة السوقية	
الرسملة	عدد الأسهم العادية × السعر السوقي للسهم العادي
الأرباح لكل سهم (EPS)	(صافي الأرباح بعد الضرائب - أرباح الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية المباعة
مضاعف الربحية (PER)	السعر السوقي للسهم العادي / الأرباح الموزعة لكل سهم
القيمة الدفترية	حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة
السعر السوقي إلى القيمة الدفترية	السعر السوقي للسهم العادي / القيمة الدفترية للسهم العادي
نصيب السهم من التوزيعات	(التوزيعات - أرباح الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية
نسبة التسديد	نصيب السهم من التوزيعات / نصيب السهم من الأرباح

5-3-3 النسب المالية وتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح

تعطي النسب المالية للمستثمر، أقصر الطرق لفهم مدى جاذبية الأسهم في السوق. غير أنه للوصول إلى قرارات استثمارية طويلة الأجل، يتوجب على المستثمر، ليس فقط تحليل نتائج السوق الحالية، بل تقييم إمكانات الشركة على توليد الأرباح في المستقبل. وبناء عليه، فإنه باستخدام المجموعات الأخرى من النسب المالية، ومتابعة ذلك بتقييم الأسهم، يمكن عندها للمستثمر فقط، أن يحصل على صورة كاملة لوضع الشركة المالي.

بعد حساب النسب، يتوجب على المستثمر مقارنة نسب الشركة مع نسب مؤشر مرجعي ذي صلة. ويعدّ اختيار المعيار المرجعي المناسب قراراً صعباً، ولهذا السبب، فإنه غالباً ما تتم، مقارنة الشركة مع الشركات الأخرى ذات الحجم المماثل، وفي نفس البلد والصناعة. أياً يكن الأمر، فإن مثل هذه المقارنات قد لا تكشف دوماً، عما إذا كانت الشركة (أو أسهمها) تستحق الشراء، ذلك أن كامل الفئة من الشركات ذات الحجم المماثل أو البلد أو الصناعة، قد يكون أداؤها متدنياً. ويجدر التنويه، بأنه عند استخدام النسب المالية، فإن المستثمرين يقارنون الشركة أيضاً مع متوسط الصناعة أو الفرع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة.

المبحث الأول مفهوم وأنواع العائد RETURN

الأهداف التعليمية:

1. توضيح مفهوم العائد على الاستثمار.
2. تمييز وفهم العوائد الفعلية.
3. معرفة وفهم تفضيلات المستثمرين.

6-1-1 مفهوم وأنواع العائد Return

جرت العادة في الأدبيات المالية، عند تناول موضوع العائد بالبحث والدراسة، أن يترافق ذلك بالحديث عن المخاطرة أيضاً، على اعتبار أن المفهومين مترابطان، ولا يمكن أن يفهم أحدهما بشكل كاف بمعزل عن الآخر. ولن نشكّل نحن استثناء بهذا الخصوص، حيث نتناول كلا المفهومين معاً، في فصل لاحق، غير أننا ارتأينا السير خطوة بخطوة، تيسيراً للفهم.

نحن نؤجل الاستهلاك الراهن عندما نستثمر، وذلك بهدف زيادة الثروة، بحيث يمكننا الاستهلاك بشكل أكبر في المستقبل. ومن ثم، عند الحديث عن العائد على الاستثمار، فإن اهتمامنا ينصب على التغير في الثروة الناتج عن هذا الاستثمار. ويمكن لمثل هذا التغير في الثروة أن يكون ناجماً عن التدفقات النقدية الداخلة، من مثل الفوائد أو توزيعات الأسهم، أو عن التغير في سعر الأصل (سواء أكان إيجابياً، أي ربحاً رأسمالي، أو سلبياً، أي خسارة رأسمالية).

يشير العائد إلى المكافأة التي يحصل عليها المستثمر، تعويضاً له عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر. ويتم التعبير غالباً عن هذه المكافأة، بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة. وينظر للعائد أيضاً، على أنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر، لقاء توظيفه لرأس ماله في مشروع استثماري خلال مدة زمنية معينة.

أي إنه يمكننا تعريف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة زمنية معينة، ويتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة، ويسمى في هذه الحالة بالعائد لفترة الاقتناء أو العائد عن فترة الاحتفاظ (HPR) Holding Period Return. يفترض التعريف السابق للعائد. أن التوزيعات النقدية تتم في نهاية الفترة، وفي حال الحصول على توزيعات نقدية خلال الفترة، فإنه يتم تجاهل إعادة استثمار هذه التوزيعات. إذاً، يتم قياس العائد عن فترة الاحتفاظ لفترة واحدة فقط.

6-1-2 أنواع العائد

يبنى العائد عن فترة الاحتفاظ على البيانات التاريخية، ويمثل أحد العوائد التاريخية، وهي عوائد تحققت، أو كان يمكن أن تتحقق. إن هذه العوائد التاريخية، تشكل ما يطلق عليه **العوائد الفعلية** أو **المتحققة Actual Returns**. ويعتمد المستثمر أو متخذ القرار البيانات التاريخية في وضع توزيع احتمالي **Probability Distribution**، للتدفقات النقدية المستقبلية، عند القيام بحساب **العائد المتوقع** من الاستثمار. ويقوم المستثمر أو متخذ القرار، عندما لا تتوفر لديه البيانات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، بالاعتماد على الخبرات الشخصية، بوضع توزيع احتمالي شخصي، غير موضوعي، وهو ما يطلق عليه "التوزيع الاحتمالي الشخصي".

وكتعويض عن تأجيل الاستهلاك، فإن المستثمر يحدد **معدل العائد المطلوب**، وهو يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يمكن قبوله من الاستثمار كتعويض عن التضحية والانتظار. وفي هذا الإطار، قد يكون من الضروري بالنسبة للمستثمر، معرفة العائد المتحقق في السوق على الاستثمارات البديلة والمماثلة، وعلى الاستثمارات العديمة المخاطرة أو الخالية من المخاطرة. وتأتي ضرورة ذلك، من حاجة المستثمر في تحديد العلاوة أو الحد الأدنى من العائد، المقبول من طرفه، على مثل هذا النوع أو ذلك من الاستثمار. و سنتناول الأنواع السابق ذكرها من العائد، في الفصول اللاحقة تباعاً.

الإطار رقم (6-1-1). يمكن تفكيك العائد إلى ثلاثة مكونات:

(1) فوائد، في حال كان الاستثمار في السندات مثلاً؛

(2) توزيعات، إذا كنت تحمل أسهماً؛

(3) أرباح رأسمالية، عند بيع الأداة بسعر أعلى من سعر الشراء.

وعندما تكون مهتماً بالعائد الإجمالي، ستقوم بحساب الدخل من جميع المكونات.

مثلاً. إذا تم استثمار مبلغ 1000 ل.س بأحد الأسهم، أعطى 40 ل.س توزيعات، وبيع السهم في نهاية الفترة بسعر 1100 ل.س.

العائد الإجمالي في هذه الحالة = 140، منها 100 زيادة في سعر السهم، و 40 توزيعات.

ولكن، إذا أخذنا بالاعتبار لحجم الاستثمار، فالأفضل أن نحسب العائد النسبي كالتالي:

$$(100+40)/1000*100 = 14\%$$

وفي حال ذهبنا خطوة أخرى أبعد، وأخذنا فترة حمل السهم بالاعتبار، عندها يمكن حساب متوسط العائد

السنوي. فلو افترضنا أن المستثمر قد حمل السهم مدة 5 سنوات، نقوم بالحساب على الشكل التالي:

$$(1+0.14)^{1/5} - 1 * 100\% = 1.0266 - 1 * 100\% = 2.6\%$$

المبحث الثاني

العوائد الفعلية

Actual Returns

الأهداف التعليمية:

4. تعرّف العوائد الفعلية على الاستثمار.
5. فهم العلاقة بين العائد الفعلي والبيانات التاريخية.
6. إدراك العلاقة بين اليقين وتوفر البيانات بخصوص العائد.

6-2-1 العوائد الفعلية على الاستثمار

Actual Returns

تتحقق العوائد الفعلية نتيجة قيام المستثمر ببيع أو حيازة أداة استثمارية معينة، وتتخذ شكل توزيعات إيرادية أو أرباح رأسمالية أو الاثنين معاً. إن العوائد الفعلية هي عوائد تحققت، أو كان يمكن أن تتحقق، إذاً فهي عوائد تاريخية.

يتمثل الهدف من العائد على الاستثمار في قياس معدلات العائد على الأموال المستثمرة، في كل فترة زمنية، بهدف اتخاذ القرار بقبول أو عدم الإقدام على الاستثمار. كما أنه يستخدم بوصفه مؤشراً لمقارنة مختلف الاستثمارات داخل المحفظة. وتعطى الأولوية عادة، للاستثمار الذي يعطي عائداً أكبر، هذا بالرغم من ضرورة أن يؤخذ توزع العائد على الاستثمار، طوال مدة الاستثمار بالاعتبار، أي على مختلف الفترات. ونتناول فيما يأتي، بعضاً من العوائد الفعلية أو المحققة على الاستثمار، من مثل العائد على مجموع الأموال المستثمرة Return on Investment؛ العائد على حقوق الملكية Return on Equity؛ عائد السهم العادي Return on Common Stock. وفي إطار الحديث عن العائد على السهم العادي، نتناول:

- عائد السهم من الأرباح المحققة Earnings per Share؛
- عائد السهم من الأرباح الموزعة Dividends per Share؛
- المردود الجاري للسهم Yield per Share؛
- العائد لفترة الاقتناء أو العائد عن فترة الاحتفاظ Holding Period Return.

6-2-2-2 العائد على مجموع الأموال المستثمرة return on investment

ويسمى أحيانا العائد على مجموع الأصول **return on total assets**. ويستخدم هذا العائد بوصفه مؤشراً على كفاءة الشركة في إدارة واستغلال جميع الأموال الموجودة لديها، ويمكن حسابه بموجب الصيغة التالية:

$$\text{العائد على مجموع الأصول} = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100\%$$

تمرين 6-2-2-1

فيما يلي بعض البيانات المالية المستخرجة من سجلات إحدى الشركات بتاريخ 2005/12/31:

20000	نقدية
10000	أوراق قبض
100000	مبان
5000	مدينون
50000	آلات
%50	ضريبة
100000	صافي مبيعات
25000	مصاريف ثابتة
20000	مصاريف متغيرة

المطلوب: استخراج العائد على الاستثمار

نحسب أولاً صافي الربح بعد الضريبة كما يلي :

$$\text{صافي الربح بعد الضريبة} = \text{صافي المبيعات} - (\text{التكاليف الثابتة} + \text{التكاليف المتغيرة})$$

$$100000 - (20000 + 25000) = 55000 \text{ ليرة}$$

$$55000 \times 50\% = 27500 \text{ مقدار الضريبة}$$

$$27500 - 55000 = 27500 \text{ ليرة صافي الربح بعد}$$

الضريبة

ثانياً : جمع الأصول

$$\text{نقدية} + \text{أوراق قبض} + \text{مباني} + \text{مدينون} + \text{آلات}$$

$$20000 + 10000 + 100000 + 5000 + 50000 = 185000 \text{ ليرة}$$

$$\text{العائد على الاستثمار} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{إجمالي الأصول}$$

$$= (185000 \div 27500) \times 100\% = 14.86\%$$

3-2-6 العائد على حقوق الملكية return on equity

يستخدم كمقياس لأداء الشركة ومدى كفاءتها في إدارتها لأموال المساهمين فيها ويتم استخراج هذا العائد بموجب الصيغة التالية:

العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الضريبة الخاص بالمساهمين العاديين ÷ حقوق المساهمين العاديين

ويقصد بصافي الربح بعد الضريبة الخاص بالمساهمين العاديين هو صافي الربح الكلي مطروحاً منه نصيب حملة الأسهم الممتازة، أما حقوق المساهمين العاديين فالمقصود به هو حقوق المساهمين في الشركة مطروحاً منه حقوق حملة الأسهم الممتازة.

تمرين 1-3-2-6

لنفترض أن صافي الربح بعد الضريبة 80000 ليرة ومجموع حقوق المساهمين 800000 ليرة منها 800 سهم ممتاز ترباح 10%. علماً بأن القيمة الاسمية للسهم الممتاز 500 ليرة سورية.

المطلوب: حساب العائد على حقوق الملكية

الحل: نحسب أولاً صافي الربح بعد الضريبة الخاص بالمساهمين العاديين كما يلي:

$$\text{نصيب الأسهم الممتازة من الربح} = 400000 \times 10\% = 40000 \text{ ليرة}$$

$$\text{نصيب الأسهم العادية من الربح} = 80000 - 40000 = 40000 \text{ ليرة}$$

الآن نحسب حقوق المساهمين العاديين كما يلي:

$$\text{حقوق المساهمين العاديين} = 800000 - 400000 = 400000 \text{ ليرة}$$

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{40000}{400000} \times 100\% = 10\%$$

6-2-4 عائد السهم

ويقصد بالسهم هنا، السهم العادي، ويحسب العائد عليه بالطرق التالية:

1) عائد السهم من الأرباح المحققة (EARNINGS PER SHARE (EPS)

يحدد عائد السهم العادي من الأرباح المحققة بعد طرح نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح وفق الصيغة التالية:

عائد السهم العادي = (صافي الربح بعد الضريبة - نصيب حملة الأسهم الممتازة) ÷ عدد الأسهم العادية
ويستخدم هذا المقياس لتقييم ربحية السهم وتسمى معظم الشركات لزيادته نظراً لاهتمام المستثمرين به عند اتخاذهم قرارهم الاستثماري.

تمرين 6-2-4-1

لنفترض أن عدد الأسهم العادية في التمرين رقم (6-2-3-1) 800 سهم عادي حينئذ يكون نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة هو: نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة = 80000 - 40000 ÷ 800 = 50 =

2) عائد السهم من الأرباح الموزعة (DIVIDENDS PER SHARE (DPS)

يقيس هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة ويحسب بموجب الصيغة التالية:
نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = الأرباح الموزعة ÷ عدد الأسهم العادية
وتجدر الإشارة هنا إلى أنه ليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة مع نصيبه من الأرباح الموزعة نظراً للجوء الشركات أحياناً إلى احتجاز قسم من أرباحها لغايات التوسع.

تمرين 6-2-4-2

لنفترض أن الشركة قد قررت في التمرين رقم (6-2-3-1) أن توزع على المساهمين العاديين 50% فقط من الربح المحقق الخاص بهم، حينئذ يكون نصيب السهم من الأرباح الموزعة كما يلي: نصيب السهم العادي من الربح الموزع = (40000 × 50%) ÷ 800 = 25 =

3) المردود الجاري للسهم (YIELD PER SHARE (YPS)

ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى أداة استثمارية أخرى ويحسب كما يلي:

المردود الجاري للسهم = عائد السهم من الأرباح الموزعة ÷ القيمة السوقية للسهم
وتوجد علاقة عكسية بين المردود الجاري للسهم وبين قيمته السوقية، أما العلاقة بين المردود الجاري للسهم ومعدل الفائدة على السندات فهي علاقة طردية. أي إنه إذا ارتفع معدل الفائدة على السندات يقوم المستثمرون ببيع أسهمهم من أجل شراء السندات، مما يخفض القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة عرضها مما يؤدي إلى ارتفاع المردود الجاري للسهم لأن نصيبه من الربح الموزع يبقى ثابتاً خلال السنة.

تمرين 3-4-2-6

لنفترض أن القيمة السوقية لسهم عادي 400 ليرة سورية وأن قيمته الاسمية 500 ليرة سورية تريح 10% المطلوب: حساب العائد الجاري لهذا السهم.

الحل: العائد الجاري = القيمة الاسمية × نسبة التوزيع ÷ القيمة السوقية

$$0.125 = 400 \div 500 \times 10\%$$

(4) العائد لفترة الاقتناء (HPR) HOLDING PERIOD RETURN

ويقاس هذا المؤشر مدى نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم. وهو الدخل المتولد حالياً والذي قد يكون فائدة على السند، أو توزيعات نقدية، ربح أو غيره. بالإضافة إلى المكاسب أو (الخسائر) الرأسمالية، والتي تمثل تغيراً في القيمة السوقية، فالمكاسب هي زيادة سعر البيع على سعر الشراء، والخسائر الرأسمالية العكس. والعائد الذي يقاس بعد أخذ فترة الاحتفاظ بالاعتبار، هو ما يطلق عليه العائد عن فترة الاحتفاظ (HPR)، ويحدد بالمعادلة التالية:

العائد لفترة الاقتناء = القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ÷ سعر شراء السهم

$$HPR = \frac{c + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

أو يمكن كتابة الصيغة على الشكل التالي:

$$K_t = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_t}$$

ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر نصيب السهم من الربح المحقق مضافاً إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقية.

تمرين 4-4-2-6

اشترى مستثمر سهماً من أسهم شركة "ألفا" بسعر 1400 ليرة سورية وقد وزعت الشركة أرباحاً مقدارها 7%
ثم باع المستثمر سهمه بسعر 1600 ليرة سورية علماً أن القيمة الاسمية لسهم الشركة يساوي 500 ليرة
سورية. المطلوب: احسب العائد لفترة الاقتناء.

الحل:

العائد لفترة الاقتناء = (سعر البيع - سعر الشراء) + ما قبضه من أرباح ÷ سعر الشراء .

العائد لفترة الاقتناء = (1600 - 1400) + (500 × 7%) ÷ 1400 = 16.78% .

المبحث الثالث

العائد المتوقع

Expected return

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على المقصود بالعائد المتوقع.
2. فهم علاقة العائد المتوقع باحتمال التحقق من عدمه.
3. معرفة وفهم العلاقة بين تشتت العوائد واحتمالات تحققها.

6-3-1 العائد المتوقع

Expected return

إذا كان المستثمر يعمل في ظل حالة من التأكد التام، فإنه يستطيع أن يحدد بدقة تامة، العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلاً من الاستثمار. ويصبح من الصعب على هذا المستثمر، أن يحدد بدقة وسهولة، معدل العائد المتوقع من الاستثمار، في حال كان يعمل ضمن حالة من عدم التأكد أو عدم اليقين، ولذلك فهو يعمل على تقديره.

وتأسيساً لما سبق قوله أعلاه، فإنه يمكن معرفة القيمة V_{it-1} ، التي يدفعها المستثمر لشراء الأصل "i" في الزمن "t-1" بشكل دقيق، غير أن قيمة الأصل التي سيكون عليها مستقبلاً، V_{it} ، في الزمن t، ليست مؤكدة. هذا يعني أن المستثمر سيقدم على القيام بتوقعات مستقبلية بخصوص العائد من هذا الأصل. إن العائد المتوقع الحصول عليه في هذه الحالة، يختلف بحسب احتمالات التحقق. ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار من خلال ضرب كل عائد محتمل في احتمال حدوثه ثم الجمع:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n P_i r_i$$

حيث: $E(R)$ العائد المتوقع؛ P_i احتمال تحقق الحالة I.

وبناء عليه، فإن العائد المتوقع يمثل متوسطاً مرجحاً للعوائد المحتملة تحققها، بحسب الحالة الاقتصادية أو حالة السوق المتنبأ بها، طبقاً لاعتقادات المستثمر، وذلك على الاستثمارات الخطرة.

يمكن معرفة القيمة V_{it-1} ، التي يدفعها المستثمر لشراء الأصل "i" في الزمن "t-1" بشكل دقيق، غير أن قيمة الأصل، " V_{it} "، التي سيكون عليها مستقبلاً في الزمن t، ليست مؤكدة. يمكن اعتبار أن معدل العائد المتوقع مستقبلاً من الأصل " R_{it} "، بمثابة متغير عشوائي. ويعرف المتغير العشوائي عادة بتوقعه الرياضي وتباينه وانحرافه المعياري. ويمكن تحديد المعلمات المميزة للمتغير العشوائي، بدراسة شكل التوزيع الاحتمالي الموضوعي، بالاعتماد على البيانات التاريخية. كما يمكننا القيام بذلك بالاعتماد على التوزيع الاحتمالي الذاتي، أي بشكل غير موضوعي، عبر التخمينات الشخصية، ومن ثم تخصيص احتمالات لكل معدل عائد. وبافتراضنا بأن معدل العائد المنتظر، متغير عشوائي متقطع، يمكن تحديده بالعلاقة:

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^m P_j R_{ij}$$

حيث: R_{ij} ، معدل العائد المنتظر تحقيقه من حيازة الأصل i في الزمن "t"، والمرتبطة بالحالة j؛

P_j ، احتمال تحقق الحالة j، و m، عدد الحالات.

تمرين رقم (6-3-1-1)

يبين الجدول التالي معدلات العائد واحتمالات تحققها من استثمار مبلغ (10) مليون ليرة سورية في واحدة من الشركتين ا و ب.

الوضع الاقتصادي	احتمال حدوث الحالة	معدل العائد في الشركة (ا)	معدل العائد في الشركة (ب)
ازدهار	0.30	1	0.2
عادي	0.40	0.15	0.15
كساد	0.30	(0.7-)	0.10

أي يتوقع للشركة (ا) أن تحقق الأموال المستثمرة فيها عائداً مقداره 100% باحتمال 0.30، كما يتوقع أن تحقق خسارة تجعل العائد على استثماراتها سالبا بمعدل 0.7 وبنفس درجة الاحتمال. كما يتوقع

للاستثمار في هذه الشركة أن يحقق عائداً بمعدل 0.15 باحتمال 0.40.

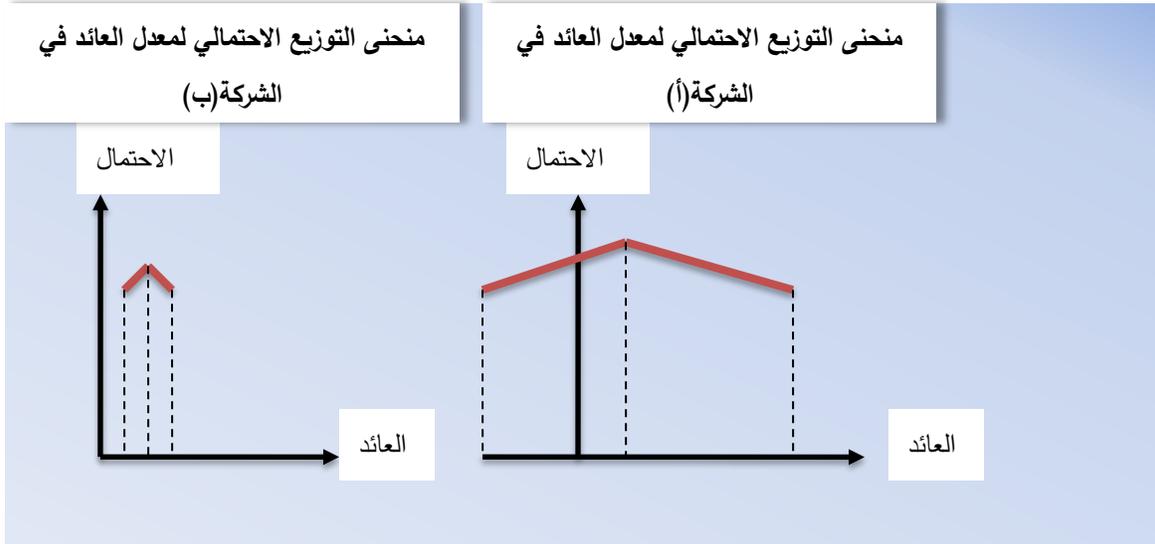
وبالنسبة للشركة (ب) يتوقع لها الحصول على عائد للأموال المستثمرة فيها مقداره 0.2 وبدرجة احتمال 0.3 كما يمكن بدرجة الاحتمال نفسها أن ينخفض هذا المعدل ليصل إلى 10% فقط. كما يمكن أيضاً باحتمال

0.40 أن يصل العائد المحقق فيها إلى 0.15، وباستخدام البيانات السابقة يمكن إيجاد ما يسمى بمعدل العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار في كل شركة. ومعدل العائد المتوقع أو المرجح هو مجموع حاصل ضرب كل معدل عائد في احتمال تحققه.

$$\begin{aligned} \text{معدل العائد المتوقع للشركة (ا)} &= (0.7 \times 0.3) + (0.15 \times 0.4) + (1 \times 0.3) = \\ &= 0.21 + 0.06 + 0.3 = 0.57 = 57\% \\ \text{معدل العائد المتوقع للشركة (ب)} &= (0.1 \times 0.3) + (0.15 \times 0.4) + (0.2 \times 0.3) = \\ &= 0.03 + 0.06 + 0.06 = 0.15 = 15\% \end{aligned}$$

ويمكن الاستفادة من البيانات السابقة في اشتقاق منحى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع في كلا الشركتين كما في الشكل البياني أدناه.

الشكل رقم (6-3-1-1) منحى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركتين (ا) و(ب)



ويستفاد من منحى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في إيضاح درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين. فانتساع مدى المنحنى (المسافة بين طرفي المنحنى) يدل على زيادة درجة المخاطرة في الاستثمار والعكس صحيح. فكلما كان المنحنى أقل اتساعاً دل ذلك على تقارب معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي وعلى أن الفرق بينهما سيكون أقل. لذلك كلما كان مدى المنحنى ضيقاً كلما قلت درجة المخاطرة.

ويمكن القول إن الاستثمار في أسهم الشركة (ب) أكثر أماناً من الاستثمار في أسهم الشركة (ا) لأن منحى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركة (ب) أقل اتساعاً من منحى التوزيع الاحتمالي في الشركة (ا) وذلك بالرغم من تساوي معدل العائد المتوقع للشركتين وهو 0.15.

ويمكن القول أن الاستثمار في الشركة (ا) أكثر مخاطرة من الاستثمار في الشركة (ب) لأن تشتت معدلات الاستثمار في الشركة (ا) عن وسطها الحسابي المرجح وهو 0.15 أكبر من تشتت المعدلات المتوقعة من الاستثمار في الشركة (ب) عن وسطها الحسابي المرجح وهو 0.15 أيضاً كما يبين الشكل البياني السابق.

تمرين رقم (3-1-3-6)

توفرت لديك البيانات الآتية عن الفرص الاستثمارية A، B. المطلوب تحديد معدل العائد المتوقع في ضوء احتمالات العوائد بحسب الحالة الاقتصادية.

حالة الاقتصاد	الاحتمال	عائد A	عائد B
ركود	0.5	-20%	30%
رواج	0.5	70%	10%

$$Er_A = (0.5 \times -20\%) + (0.5 \times 70\%)$$

$$= -10\% + 35\% = 25\%$$

$$Er_B = (0.5 \times -30\%) + (0.5 \times 10\%)$$

$$= -15\% + 5\% = -10\%$$

تمرين رقم (6-3-1-4)

بفرض أن لدينا بديلين للاستثمار (B,A)، تدفقاتهما النقدية المتوقعة واحتمالات تحقق الحالة الاقتصادية وفق الجدول التالي:

التدفقات النقدية المتوقعة (العوائد) وفقاً لأوضاع الاقتصاد المحتملة

التدفقات النقدية المتوقعة للسنة الأولى		أوضاع الاقتصاد المحتملة	
المشروع (B)	المشروع (A)		
2000	3000	ركود اقتصادي كبير	10%
3000	3500	ركود بسيط	20%
4000	4000	استقرار اقتصادي	40%
5000	4500	نمو وازدهار بسيط	20%
6000	5000	نمو وازدهار كبير	10%
20000	20000	المجموع الجبري	100%

يلاحظ من الجدول أن:

تشنت التدفقات النقدية للمشروع A: $2000 = 3000 - 5000$

تشنت التدفقات النقدية للمشروع B: $4000 = 2000 - 6000$

تشنت التدفقات النقدية للمشروع B أكبر من تشنت التدفقات النقدية للمشروع A

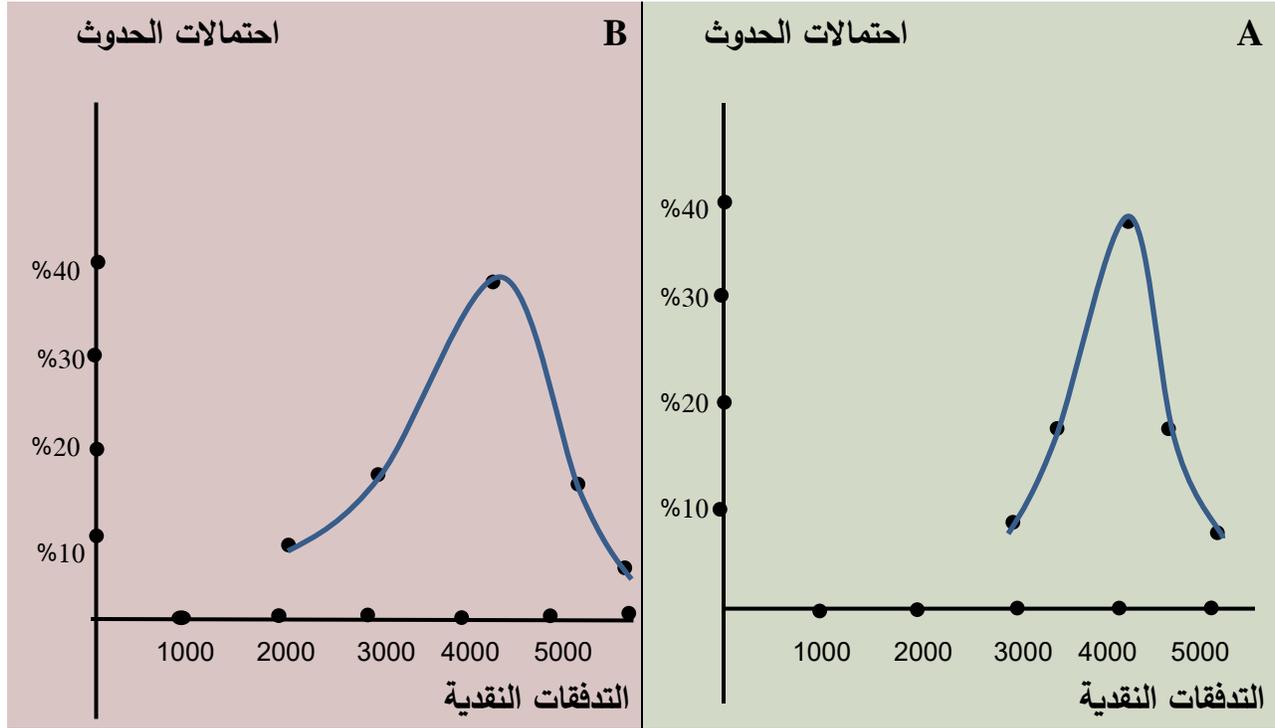
وهذا يعني أن مخاطرة المشروع A أقل من مخاطرة المشروع B

وفي الشكل أدناه، التمثيل البياني للتدفقات النقدية وتشنتها.

يلاحظ من الشكل أن تشنت المشروع A أقل من تشنت المشروع B، وأن المشروع A هو أفضل من

المشروع B

الشكل رقم (5-1-3-6) تشتت التدفقات النقدية في المشروعين (A) و (B)



المبحث الرابع

العائد المطلوب

Required return

الأهداف التعليمية:

1. تعرّف معدل العائد المطلوب.
2. فهم استخدامات معدل العائد المطلوب.
3. معرفة وفهم مكونات معدل العائد المطلوب.

1-4-6 معدل العائد المطلوب

Required Rate of Return

يمثل معدل العائد المطلوب، الحد الأدنى من معدل العائد الذي يمكن قبوله من الاستثمار، كتعويض عن تأجيل الاستهلاك. ويعود مفهوم العائد المطلوب، إلى المقدار المتحصل أو المتوقع الحصول عليه من الاستثمار.

ويعدّ معدل العائد المطلوب RRR مكوّناً أساسياً في العديد من القياسات والحسابات المستخدمة في تمويل الشركات وتقييم الحقوق (الأسهم). إن العائد المطلوب RRR يذهب أبعد من مسألة تحديد العائد من الاستثمار، وعوامل المخاطرة كواحدة من الاعتبارات الأساسية لتحديد العائد المتوقع. ولحساب معدل العائد المطلوب، علينا الانتباه إلى عوامل من مثل عائد السوق ككل، العائد الذي نتقبله عند عدم وجود مخاطرة (أي العائد الخالي من المخاطرة)، وتقلب سعر السهم و إجمالي تكلفة تمويل المشروع. وتتمثل إحدى أهم استخدامات العائد المطلوب، كمعدل خصم في معظم أشكال نماذج التدفقات النقدية وبعض تقنيات القيمة النسبية. ولخصم مختلف أشكال التدفقات النقدية يجب استخدام معدلات مختلفة قليلاً عن بعضها، ولكن بنفس القصد أو الهدف، ألا وهو إيجاد صافي القيمة الحالية. وكما ذكرنا أعلاه، يحدد العائد المطلوب، الحد الأدنى من العائد المقبول من قبل المستثمر، مع الإبقاء على هيكل رأسمال والخيارات الأخرى متاحة.

2-4-6 استخدامات معدل العائد المطلوب

تتضمن الاستخدامات المعروفة لمعدل العائد المطلوب في التالي:

- 1) حساب القيمة الحالية للدخل من التوزيعات بهدف تقييم أسعار السهم؛
- 2) حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية من الأسهم؛
- 3) حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية من التشغيل.

يتم اتخاذ القرارات المرتبطة بالحقوق، الدين والتوسع على أساس تحديد قيمة التدفقات النقدية الدورية وقياسها في مقابل التدفقات الخارجة أو المدفوعة، والهدف هو أن نتلقى أكثر مما ندفع. وفي تمويل الشركات يكون التركيز على تكلفة تمويل المشروعات بالمقارنة مع العائد؛ وفيما يتعلق بالحقوق فإن التركيز ينصب على العائد المعطى مقارنة بالمخاطرة المتحملة.

وكما أسلفنا فإن معدل العائد المطلوب يستخدم في الكثير من الحسابات، ف نموذج خصم التوزيعات، الذي أتينا عليه في فصل تقييم الأسهم العادية، يستخدم معدل العائد المطلوب RRR لخصم المدفوعات الدورية وحساب قيمة السهم. وصيغة حسابه باستخدام نموذج غوردن Gordon Growth Model هي التالية:
معدل العائد المطلوب = معدل النمو الثابت في التوزيعات + التوزيع السنوي الحالي (1+ معدل النمو الثابت في التوزيعات) / السعر الجاري

$$RRR = g + D (1 + g) / P$$

تمرين رقم (1-2-4-6)

إذا كان سعر الحصة من الأسهم حالياً هو 100 الف دولار، والتوزيعات السنوية هي 1000 دولار للحصة، ومعدل النمو الثابت في التوزيعات = 8.9109%، احسب معدل العائد المطلوب k ؟

$$RRR = g + D (1 + g) / P$$

$$k = 8.9109\% + [1000 * (1 + 8.9109\%) / 100000]$$

$$k = 10\%$$

6-4-3 مكونات معدل العائد المطلوب

تتضمن عملية اختيار الأوراق المالية بهدف الاستثمار، إيجاد أوراق توفر معدل عائد يعوض المستثمر عن التالي:

(1) القيمة الزمنية للنقود خلال فترة الاستثمار؛

(2) المعدل المتوقع للتضخم خلال الفترة؛

(3) المخاطر المرتبطة بذلك.

إن مجموع المكونات الثلاثة السابق ذكرها أعلاه، تشكل ما يطلق عليه معدل العائد المطلوب. وهو يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يتوجب قبوله من الاستثمار كتعويض عن تأجيل الاستهلاك.

إن تحليل وتقدير معدل العائد المطلوب عملية معقدة بسبب:

- أولاً، سلوك معدلات السوق مع مرور الوقت، حيث هناك مجموعة واسعة من الأسعار المتاحة للاستثمارات البديلة في أي زمن؛

- ثانياً، تتغير معدلات العائد على أصول محددة تغيراً كبيراً بمرور الوقت؛

- ثالثاً، تباين المعدلات المتاحة على مختلف الأصول مع مرور الوقت.

وبسبب أن الاختلافات في المردود تنتج عن مخاطرة كل استثمار على حدة، يجب فهم عوامل المخاطرة التي تؤثر في معدلات العائد المطلوب وتضمينها في تقييم فرص الاستثمار. ولأن العوائد المطلوبة على جميع الاستثمارات تتغير مع مرور الوقت، وأن فروقا كبيرة تفصل بين الاستثمارات الفردية، يحتاج المستثمر إلى أن يكون على بينة من مختلف المكونات التي تحدد معدل العائد المطلوب، بدءاً من معدل العائد الخالي من المخاطرة.

وبسبب التقديرات المختلفة للعائد وتوقعات التضخم من متخذ قرار إلى آخر، فإنه من الصعب قياس

معدل العائد المطلوب. ويؤدي كل من تفضيلات العائد-المخاطرة، توقعات التضخم وهيكل رأسمال الشركة

دوراً في تحديد العائد المطلوب. ولكل من العوامل المذكورة تأثيراً كبيراً على القيمة الحقيقية (الجوهريّة)

للأصل. وكما هي الحال مع الكثير من الأشياء فإن الممارسة والخبرة تفعلان فعلهما في الوصول إلى التقدير الملائم لمعدل العائد المطلوب.

إذاً، ومما سبق يمكن القول: إن معدل العائد المطلوب هو معدل العائد الاسمي الذي يحتاجه المستثمر ليجعل استثماره ناجحاً أو مثمراً...! وهو يتضمن:

ا. معدل العائد الخالي من المخاطرة RFR؛

اا. علاوة التضخم IP؛

ااا. علاوة المخاطرة RP.

سنأتي في الفصل الآتي، على دراسة المخاطرة وكيفية قياس كل من العائد والمخاطرة، على أن تتبين وتتوضح المكونات السابق ذكرها تباعاً. ونترك الحديث المعمق في العائد المطلوب لفصول ومباحث متأخرة، على اعتبار أنه يرتبط بالعديد من المفاهيم التي لا بد من التعرض لها قبل المضي قدماً.

ملخص الفصل السادس

نحن نؤجل الاستهلاك الراهن عندما نستثمر، وذلك بهدف زيادة الثروة، بحيث يمكننا الاستهلاك بشكل أكبر في المستقبل. ومن ثم، عند الحديث عن العائد على الاستثمار، فإن اهتمامنا ينصب على التغير في الثروة الناتج عن هذا الاستثمار. ويمكن لمثل هذا التغير في الثروة أن يكون ناجماً عن التدفقات النقدية الداخلة، من مثل الفوائد أو توزيعات الأسهم، أو عن التغير في سعر الأصل (سواء أكان إيجابياً، أي ربح رأسمالي، أو سلبياً، أي خسارة رأسمالية).

يشير العائد إلى المكافأة التي يحصل عليها المستثمر، تعويضاً له عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر. ويتم التعبير غالباً عن هذه المكافأة، بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة. وينظر للعائد أيضاً، على أنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر، لقاء توظيفه لرأس ماله في مشروع استثماري خلال فترة مدة معينة. أي إنه يمكننا تعريف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة زمنية معينة، ويتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة، ويسمى في هذه الحالة بالعائد لفترة الاقتناء أو العائد عن فترة الاحتفاظ. ويفترض التعريف السابق للعائد، أن التوزيعات النقدية تتم في نهاية الفترة، وفي حال الحصول على توزيعات نقدية خلال الفترة، فإنه يتم تجاهل إعادة استثمار هذه التوزيعات. إذاً، يتم قياس العائد عن فترة الاحتفاظ لفترة واحدة فقط.

يبنى العائد عن فترة الاحتفاظ على البيانات التاريخية، ويمثل أحد العوائد التاريخية، وهي عوائد تحققت، أو كان يمكن أن تتحقق. إن هذه العوائد التاريخية، تشكل ما يطلق عليه العوائد الفعلية أو المتحققة. ويعتمد المستثمر أو متخذ القرار على البيانات التاريخية في وضع توزيع احتمالي، للتدفقات النقدية المستقبلية، عند القيام بحساب العائد المتوقع من الاستثمار.

ويقوم المستثمر أو متخذ القرار، عندما لا تتوفر لديه البيانات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، بالاعتماد على الخبرات الشخصية، بوضع توزيع احتمالي شخصي، غير موضوعي، وهو ما يطلق عليه "التوزيع الاحتمالي الشخصي".

وكتعويض عن تأجيل الاستهلاك، فإن المستثمر يحدد معدل العائد المطلوب، وهو يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يمكن قبوله من الاستثمار كتعويض عن التضحية والانتظار. وفي هذا الإطار، قد يكون من الضروري بالنسبة للمستثمر، معرفة العائد المتحقق في السوق على الاستثمارات البديلة والمماثلة، وعلى

الاستثمارات العديمة المخاطرة أو الخالية من المخاطرة. وتأتي ضرورة ذلك، من حاجة المستثمر في تحديد العلاوة أو الحد الأدنى من العائد، المقبول من طرفه، على مثل هذا النوع أو ذلك من الاستثمار. تتحقق العوائد الفعلية نتيجة قيام المستثمر ببيع أو حيازة أداة استثمارية معينة، وتتخذ شكل توزيعات إيرادية أو أرباح رأسمالية أو الاثنين معاً. إن العوائد الفعلية عوائد تحققت، أو كان يمكن أن تتحقق، إذاً فهي عوائد تاريخية.

يتمثل الهدف من العائد على الاستثمار في قياس معدلات العائد على الأموال المستثمرة، في كل فترة زمنية، بهدف اتخاذ القرار بقبول أو عدم الإقدام على الاستثمار. كما أنه يستخدم كمؤشر لمقارنة مختلف الاستثمارات داخل المحفظة. وتعطى الأولوية عادة، للاستثمار الذي يعطي عائداً أكبر، هذا بالرغم من ضرورة أن يؤخذ توزع العائد على الاستثمار، طوال مدة الاستثمار بالاعتبار، أي على مختلف الفترات. يسمى العائد على مجموع الأموال المستثمرة أحياناً، العائد على مجموع الأصول. ويستخدم هذا العائد كمؤشر على كفاءة الشركة في إدارة واستغلال جميع الأموال الموجودة لديها.

يستخدم العائد على حقوق الملكية كمقياس لأداء الشركة ومدى كفاءتها في إدارتها لأموال المساهمين فيها. ويحسب عائد السهم من الأرباح المحققة عن طريق تحديد عائد السهم العادي من الأرباح المحققة بعد طرح نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح. ويستخدم عائد السهم العادي لتقييم ربحية السهم، وتسعى معظم الشركات لزيادته نظراً لاهتمام المستثمرين به عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري. ويقاس عائد السهم من الأرباح الموزعة ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة.

وتجدر الإشارة إلى أنه ليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة مع نصيبه من الأرباح الموزعة، نظراً للجوء الشركات أحياناً إلى احتجاز قسم من أرباحها لغايات التوسع. ويعكس المردود الجاري للسهم، تكلفة الفرصة البديلة، بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى أداة استثمارية أخرى. وتوجد علاقة عكسية بين المردود الجاري للسهم وبين قيمته السوقية، أما العلاقة بين المردود الجاري للسهم ومعدل الفائدة على السندات فهي علاقة طردية. أي إنه إذا ارتفع معدل الفائدة على السندات يقوم المستثمرون ببيع أسهمهم من أجل شراء السندات، مما يخفض القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة عرضها مما يؤدي إلى ارتفاع المردود الجاري للسهم لأن نصيبه من الربح الموزع يبقى ثابتاً خلال السنة.

ويقيس العائد لفترة الاقتناء، مدى نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم. وهو الدخل المتولد حالياً والذي قد يكون فائدة على السند، أو توزيعات نقدية، ريع أو غيره. بالإضافة إلى المكاسب أو (الخسائر) الرأسمالية، والتي تمثل تغيراً في القيمة السوقية، فالمكاسب هي زيادة سعر البيع على سعر الشراء، والخسائر الرأسمالية العكس. والعائد الذي يقاس بعد أخذ فترة الاحتفاظ بالاعتبار، هو ما يطلق عليه العائد عن فترة الاحتفاظ. ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر، نصيب السهم من الربح المحقق مضافاً إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقى.

إذا كان المستثمر يعمل في ظل حالة من التأكد التام، فإنه يستطيع أن يحدد بدقة تامة، العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلاً من الاستثمار. ويصبح من الصعب على هذا المستثمر، أن يحدد بدقة وسهولة، معدل العائد المتوقع من الاستثمار، في حال كان يعمل ضمن حالة من عدم التأكد أو عدم اليقين، ولذلك فهو يعمل على تقديره.

إن العائد المتوقع، يختلف بحسب احتمالات التحقق. ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار من خلال ضرب كل عائد محتمل في احتمال حدوثه ثم الجمع. وبناءً عليه، فإن العائد المتوقع يمثل متوسطاً مرجحاً للعوائد المحتملة تحققها، بحسب الحالة الاقتصادية أو حالة السوق المتنبأ بها، طبقاً لاعتقادات المستثمر، وذلك على الاستثمارات الخطرة.

يستفاد من منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في إيضاح درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين. فانتساع مدى المنحنى يدل على زيادة درجة المخاطرة في الاستثمار، والعكس صحيح. فكلما كان المنحنى أقل اتساعاً دل ذلك على تقارب معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي وعلى أن الفرق بينهما سيكون أقل. لذلك كلما كان مدى المنحنى ضيقاً كلما قلت درجة المخاطرة.

يمثل معدل العائد المطلوب، الحد الأدنى من معدل العائد الذي يمكن قبوله من الاستثمار، كتعويض عن تأجيل الاستهلاك. ويعود مفهوم العائد المطلوب، إلى المقدار المتحصل أو المتوقع الحصول عليه من الاستثمار.

ويعدّ معدل العائد المطلوب مكوناً أساسياً في العديد من القياسات والحسابات المستخدمة في تمويل الشركات وتقييم الحقوق (الأسهم). إن العائد المطلوب يذهب أبعد من مسألة تحديد العائد من الاستثمار، وعوامل المخاطرة كواحدة من الاعتبارات الأساسية لتحديد العائد المتوقع. ولحساب معدل العائد المطلوب،

علينا الانتباه إلى عوامل من مثل عائد السوق ككل، العائد الذي نتقبله عند عدم وجود مخاطرة (أي العائد الخالي من المخاطرة)، وتقلب سعر السهم و إجمالي تكلفة تمويل المشروع.

وتتمثل إحدى أهم استخدامات العائد المطلوب، كمعدل خصم في معظم أشكال نماذج التدفقات النقدية وبعض تقنيات القيمة النسبية. ولخصم مختلف أشكال التدفقات النقدية يجب استخدام معدلات مختلفة قليلاً عن بعضها، ولكن بنفس القصد أو الهدف، ألا وهو إيجاد صافي القيمة الحالية. وتتضمن الاستخدامات المعروفة لمعدل العائد المطلوب في حساب القيمة الحالية للدخل من التوزيعات بهدف تقييم أسعار السهم؛ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية من الأسهم؛ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية من التشغيل.

يتم اتخاذ القرارات المرتبطة بالحقوق، الدين والتوسع على أساس تحديد قيمة التدفقات النقدية الدورية وقياسها في مقابل التدفقات الخارجة أو المدفوعة، والهدف هو أن نتلقى أكثر مما ندفع. وفي تمويل الشركات يكون التركيز على تكلفة تمويل المشروعات بالمقارنة مع العائد؛ وفيما يتعلق بالحقوق فإن التركيز ينصب على العائد المعطى مقارنة بالمخاطرة المحتملة.

تتضمن عملية اختيار الأوراق المالية بهدف الاستثمار، إيجاد أوراق توفر معدل عائد يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود خلال فترة الاستثمار؛ المعدل المتوقع للتضخم خلال الفترة؛ المخاطر المرتبطة بذلك. إن مجموع المكونات الثلاثة، تشكل ما يطلق عليه معدل العائد المطلوب. وهو يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يتوجب قبوله من الاستثمار كتعويض عن تأجيل الاستهلاك.

إن تحليل وتقدير معدل العائد المطلوب عملية معقدة بسبب سلوك معدلات السوق مع مرور الوقت، حيث هناك مجموعة واسعة من الأسعار المتاحة للاستثمارات البديلة في أي زمن؛ تغير معدلات العائد على أصول محددة تغيراً كبيراً بمرور الوقت؛ تباين المعدلات المتاحة على مختلف الأصول مع مرور الوقت.

وبسبب أن الاختلافات في المردود تنتج عن مخاطرة كل استثمار على حدة، يجب فهم عوامل المخاطرة التي تؤثر في معدلات العائد المطلوب وتضمينها في تقييم فرص الاستثمار. ولأن العوائد المطلوبة على جميع الاستثمارات تتغير مع مرور الوقت، وأن فروقاً كبيرة تفصل بين الاستثمارات الفردية، يحتاج المستثمر إلى أن يكون على بينة من مختلف المكونات التي تحدد معدل العائد المطلوب، بدءاً من معدل العائد الخالي من المخاطرة.

وبسبب التقديرات المختلفة للعائد وتوقعات التضخم من متخذ قرار إلى آخر، فإنه من الصعب قياس معدل العائد المطلوب. ويؤدي كل من تفضيلات العائد-المخاطرة، توقعات التضخم وهيكل رأسمال الشركة دوراً في تحديد العائد المطلوب. ولكل من العوامل المذكورة تأثيراً كبيراً على القيمة الحقيقية للأصل. وكما هي الحال مع الكثير من الأشياء فإن الممارسة والخبرة تفعلان فعلهما في الوصول إلى التقدير الملائم لمعدل العائد المطلوب.

إن معدل العائد المطلوب هو معدل العائد الاسمي الذي يحتاجه المستثمر ليجعل استثماره ناجحاً أو مثمراً. وهو يتضمن معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ علاوة التضخم؛ علاوة المخاطرة.

المصطلحات المفتاحية

العائد على الاستثمار	العائد عن فترة الاحتفاظ	العائد المتوقع	معدل العائد المطلوب
منحنى التوزيع الاحتمالي	العوائد التاريخية		
توزيع احتمالي شخصي	العوائد الفعلية		معدل العائد الاسمي
تكلفة الفرصة البديلة	العائد على مجموع الأصول		عائد السوق
القيمة السوقية للأسهم	العائد على حقوق الملكية		العائد الخالي من المخاطرة
	عائد السهم العادي من الأرباح المحققة		علاوة المخاطرة
	عائد السهم من الأرباح الموزعة		معدل الخصم
حالة التأكد التام	المردود الجاري للسهم		صافي القيمة الحالية
حالة عدم التأكد			
المتوسط المرجح			
تقلب سعر السهم			معدل المتوقع للتضخم
تفضيلات العائد-المخاطرة			علاوة التضخم
			القيمة الحقيقية

أسئلة وتدريبات للمراجعة

1. كيف يمكنك البدء بالاستثمار؟
2. أي نوع من الاستثمارات متاح للإنسان العادي؟
3. هل يوجد مخاطرة في أن تقوم بمفردك باختيار الأسهم للاستثمار؟
4. ما القدرة على تحمّل المخاطرة؟
5. ما التنويع؟
6. كيف يقيّم الاستثمار؟
7. كيف يمكنك المقارنة بين مختلف البدائل الاستثمارية؟

مراجع للقراءة اللاحقة

1. Bacon, Carl (2003) - Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution. West Sussex: Wiley.
2. Brealey Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen. (2006) - Principles of Corporate Finance, 8th Edition. McGraw-Hill/Irwin,
3. Farrell, James L. Portfolio management: theory and application / with the collaboration of Walter J. Reinhardt. (c 1983) - Guide to portfolio management. 2nd ed.p. em. - (McGraw-Hili series in finance) Rev. ed.
4. Feibel, Bruce J. (2003) - Investment Performance Measurement. New York: Wiley.
5. Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus. (2004) - *Essentials of Investments*, 5th Edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.

مواقع إلكترونية

- 1) <https://budgeting.thenest.com/>
- 2) [required-rate-return-23874.html](https://www.investopedia.com/terms/r/required-rate-return-23874.html)
- 3) <https://institutional.fidelity.com>
- 4) <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>
- 5) <http://www.zenwealth.com/BusinessFinanceOnline/RR/>
- 6) http://ci.columbia.edu/ci/premba_test/c0332/s6/s6_3.html
- 7) <https://www.myaccountingcourse.com/accounting-dictionary/>
- 8) <https://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/4/>
- 9) <https://moneystuff.org/2017/10/08/investment-books/>
- 10) <https://www.investopedia.com/ask/answers/020415/>
- 11) <https://economictimes.indiatimes.com/definition/>
- 12) <https://www.accountingtools.com/articles/>
- 13) <https://www.thebalance.com/good-rate-roi-357326>
- 14) <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/r/required-return>
- 15) <https://www.clime.com.au/invest-with-clime/investing-philosophy/>

المبحث الأول

مخاطر الاستثمار وأنواعها

Types of Risk

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بمخاطر الاستثمار.
2. التعرف على أنواع المخاطر المنتظمة.
3. التعرف على أنواع المخاطر غير المنتظمة.

7-1-1 المخاطرة وعدم التأكد

Risk and Uncertainty

تنشأ المخاطرة Risk نتيجة حالة عدم التأكد Uncertainty التي تحيط بالعائد المتوقع نتيجة الاستثمار، لأن هذا العائد مرتبط بتدفقات نقدية مستقبلية، واحتمال تحقق هذه التدفقات مرتبط بعوامل خارج سيطرة المستثمر، ومع انخفاض التوقعات بشأن هذه التدفقات تزداد درجة المخاطرة والعكس صحيح. إذًا، يمكن تعريف المخاطرة بأنها حالة من عدم التأكد، التقلب أو احتمال الخسارة المرتبطة بالاستثمار في أصل ما، أو أن العائد الفعلي الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر، يكون أقل من العائد المتوقع. ويجدر الانتباه، إلى أن ثمة فرقاً بين المخاطرة وعدم التأكد، يتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي من الاستثمار. فالمخاطرة تعبر عن وضع يتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة بشأن الحالة الاقتصادية أو حالة السوق، ووضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية. أما عدم التأكد فإنه يشير إلى الوضع الذي لا يتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية.

2-1-7 أنواع المخاطرة

تقسم المخاطر إلى أنواع عديدة، ولكل أداة استثمارية مخاطر خاصة بها، عدا عن أن المخاطر قد تغيرت تسمياتها وتقسيماتها بين المفهوم التقليدي للمخاطرة، والمفهوم الحديث لها. وبناء عليه، تقسم المخاطر وفقاً للمفهوم التقليدي للمخاطرة، إلى منتظمة وغير منتظمة كما في الجدول التوضيحي رقم (1-2-1-7). وتقسم المخاطر وفق المعنى الحديث، إلى مخاطر قابلة للتوزيع وأخرى غير قابلة للتوزيع. وسيتبين لنا التقسيم وفق المعنى الحديث، ضمن النص في سياق تعرضنا لما يرتبط به من مفاهيم.

أنواع المخاطر بالمعنى التقليدي

I. المخاطر المنتظمة Systematic Risk

ونتناول بعضاً من أهم هذه المخاطر كالتالي:

(1) مخاطر السوق Market Risk

(2) مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk

(3) مخاطر القوة الشرائية Purchasing Risk

II. المخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk

ومنها التالية:

(a) مخاطر الأعمال (السيولة)

Business (liquidity) risk

(b) المخاطر المالية (الائتمان)

Financial (Credit) risk

(c) المخاطر التشغيلية

Operational risks

ويجدر التنويه بصعوبة تحديد بعض أنواع المخاطر، كما في حالات الرفع التشغيلي DOL، المالي DFL والمشارك DCL. وقد جرت العادة أن يتم تصنيفها ضمن نوع ثالث من المخاطر، يجمع بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، ويطلق عليها تجاوزاً مخاطر مختلطة، ونتناولها بالدراسة بتفصيل أكبر في مبحث لاحق.

III. المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة (المختلطة)

Systematic and Unsystematic Risk

وهي مخاطر الرفع التشغيلي، المالي والمشارك.

وفيما يأتي نتعرض لتلك الأنواع بشيء من التفصيل.

الجدول التوضيحي رقم (7-1-2-1). أنواع المخاطر المالية



المبحث الثاني المخاطر المنتظمة Systematic Risks

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالمخاطر المنتظمة.
2. معرفة أنواع وتمايزات المخاطر المنتظمة.
3. إدراك تأثير المخاطر المنتظمة.

7-2-1 المخاطر المنتظمة

يمكن اعتبار المخاطر المنتظمة خارجية بالنسبة للشركة، لها طبيعة كلية Macro، وغير قابلة للضبط أو التحكم بها. ويأتي في مقدمة هذا النوع من المخاطر، مخاطر السوق، مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر القوة الشرائية.

وتعرّف المخاطر المنتظمة بأنها مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام، وعلى أنواع الاستثمارات كافة، بما فيها الاستثمارات المالية، ولا يقتصر تأثيرها في شركة معينة أو قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالأزمات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو التغيرات السياسية... الخ. وتعرف أيضاً بمخاطر السوق. وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران أو شركات تنتج سلعاً تتعرض لسرعة التقادم (الإلكترونية). أي إن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها، ومن ثم أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية (وقد أتينا على هذا الموضوع عند الحديث في تقييم الأسهم العادية). وتجدر الإشارة إلى أن المخاطر المنتظمة لا يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتوزيع Undiversifiable Risk، كما سيتبين لنا في مباحث لاحقة.

7-2-2 أنواع المخاطر المنتظمة

إن موضوع أنواع المخاطر المالية وتقسيماتها ليس من المواضيع السهلة والبسيطة، إذ إن بعض أنواع المخاطر ذات أهمية وتأثير كبيرين، بينما بعضها الآخر قليل الأهمية والتأثير. كما أنه من الصعب الاتفاق على تصنيف موحد للمخاطر. ولعل من أهم أنواع المخاطر المنتظمة: مخاطر السوق، تقلب معدلات الفائدة والتغير في القوة الشرائية.

7-2-2-1 مخاطر السوق

Market Risk

تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة، كما تتأثر بالظروف النفسية في السوق. وتكون هذه الظروف غالباً، سبباً للولاء لأسهم شركة معينة أو الاستماع لإشاعات ومعلومات غير مؤكدة، تتسبب بحالات ذعر وهلع بين المستثمرين في السوق.

إذا، ترتبط مخاطر السوق بثبات التقلبات في أسعار تداول الأسهم أو السندات. ويمكننا تقسيم هذه المخاطر إلى مخاطر مطلقة؛ نسبية؛ ذات ارتباط باتجاه السوق؛ غير ذات ارتباط باتجاه السوق؛ مخاطر أساسية وأخرى مرتبطة بالتقلبات.

المخاطر المطلقة Absolute risk، هي مخاطر دون أي محتوى، فهي احتمال حصول حدث ما، أو فرصة حدوث حادث ما. ويتم استخدامها لوصف عدد من الأحداث، كالمرض مثلاً. حيث يجري قسمة الأحداث التي وقعت في مجموعة ما خلال فترة معينة، على عدد الأشخاص في تلك المجموعة. ترتبط المخاطر عادة بالمعنى العام، بحدث سيئ، بينما تشير في المصطلح الإحصائي ببساطة، إلى احتمال الحدوث، سواء كان جيداً أم سيئاً.

المخاطر النسبية Relative risk، هي تقييم للمخاطر عند مستويات مختلفة. فقد يكون الخطر النسبي الناجم عن تقلبات أسعار الصرف الأجنبي مثلاً، أعلى إذا كانت أغلب المبيعات التي تم احتسابها هي من مبيعات التصدير.

المخاطر الاتجاهية Directional risks، وتتمثل بالمخاطر التي تنشأ حيث تنشأ الخسارة في أصول معينة في السوق كنتيجة التعرض. فالمستثمر الذي يمتلك بعض الأسهم على سبيل المثال، يتكبد خسارة عندما ينخفض سعر السوق على تلك الأسهم ونستطيع تحديد المخاطر الاتجاهية، أي المرتبطة بتوجه

السوق، بأنها مخاطر تنشأ نتيجة التعرض **exposure**، لاتجاه أصل مرجعي أو اتجاه السوق. فالمستثمر في الوضع الطويل سيخسر في حال هبط السعر ويربح في حال ارتفع، بينما المستثمر في وضع قصير سيربح عند هبوط السعر، ويخسر عند ارتفاعه.

تنشأ **المخاطر غير الاتجاهية Non-Directional risk**، عندما لا يتم متابعة طريقة التداول من قبل المتاجر. كأن يقوم المتعامل بالشراء والبيع المتزامن للسهم على سبيل المثال، بغرض تخفيف المخاطر. تعود **المخاطر الأساسية Basis risk**، إلى احتمال الخسارة الناجمة عن مخاطر غير متطابقة بشكل كامل. كأن نقول، على سبيل المثال، المخاطر التي تنشأ من تبادل مراكز غير متطابقة في سوقين مرتبطين. **مخاطر التقلب Volatility risk**، هي تغير في أسعار الأوراق المالية، نتيجة للتغيرات في تقلب عامل المخاطرة. وينطبق ذلك على محافظ الأدوات المشتقة، حيث يكون التقلب في الأصل موضوع العقد، هو المؤثر الرئيسي في سعر العقد.

ومن الأمثلة الواضحة على المخاطر السوقية:

يذكر في هذا الإطار:

- الحالة التي أصابت بورصة نيويورك في وقت الكساد الكبير **Great Depression**، الذي حدث في الولايات المتحدة في الفترة بين 1928-1933، حيث تسببت حالة الذعر والهستيريا التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض حاد في أسعار الأسهم.
- الانهيار الكبير الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح ما يطلق عليه "الاثنين الأسود" **Black Monday**، 19 تشرين الأول عام 1987.
- ما حدث في الأسواق الآسيوية يوم الخميس 23 تشرين الأول عام 1997، حيث انهارت الأسعار في بورصة هونغ كونغ، وامتد تأثيرها بعد ذلك في بورصات الدول المجاورة في ماليزيا واندونيسيا وكوريا، وكان يطلق عليها آنذ النمر الآسيوية **Asian Tigers**، وامتد هذا الانهيار لاحقاً إلى أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا وأستراليا ولكن بدرجات متفاوتة.
- التغيرات التي حصلت في دول عديدة عبر العالم، أوربية شرقية بشكل خاص، بنتيجة التحولات الاقتصادية والسياسية، بدءاً من منتصف ثمانينيات القرن الماضي، بتأثير من حالات الانتقال من

- اقتصادات مقيّدة Command Economies، إلى "اقتصاد السوق"، ومارافق ذلك من عمليات "خصخصة" Privatization وبيع للممتلكات الحكومية.
- أحداث 11 أيلول "سبتمبر" 2001، أو ما يشار إليه 11/9 عندما تعرض مركز التجارة العالمي في نيويورك ومبنى البنتاغون بواشنطن لهجوم بطائرات وكاب مدنية تابعة لشركة "أمريكان إيرلاينز"، يقودها انتحاريون.
 - ما حدث في الأسواق المالية نتيجة أزمة الرهون العقارية Mortgages، في عام 2008 وامتدت لتصبح أزمة اقتصادية عالمية.

7-2-2-2 مخاطر معدلات الفائدة

Interest Rates Risk

هي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. إن درجة تأثير ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة تختلف من أداة استثمارية إلى أخرى حسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية، فأي تغير في سعر الفائدة سوف يكون له تأثير في أسعار الأوراق المالية الطويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره في أسعار الأوراق المالية القصيرة الأجل. ومن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة انخفضت أسعار السندات والعكس. وسبب ذلك أن قيمة السند هي القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة السوقي عبارة عن سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي، فتتخفص بذلك قيمة السند في السوق، أي يقل سعره، وبالعكس يرتفع سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي. وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.

إذاً، تنشأ مخاطر أسعار الفائدة بفعل تغير معدلات الفائدة من وقت لآخر، وتؤثر بشكل خاص كما أسلفنا، في أوراق الدين التي تحمل فائدة ثابتة.

ونميز ضمن مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر مرتبطة بتغير سعر الاستثمار، سواء كان سهماً، أم سلعة أم غير ذلك. ونميز أيضاً، مخاطر مرتبطة بإعادة الاستثمار. إذ إن التوزيعات أو الفوائد المتحصلة من الاستثمار، لا يمكن إعادة استثمارها عند معدل العائد السابق نفسه.

مثال 1-2-2-2-7

إذا فرضنا أن شخصاً اشترى سنداً بقيمته الاسميّة البالغة **100,000** ليرة سورية ومعدل فائدة 5% أي إنه يدر دخلاً ثابتاً قدره **5,000** ليرة ($5\% \times 100,000$) ثم باع المستثمر هذا السند بعد سنة بمبلغ **150,000** ليرة , يتم حساب معدل العائد الذي حصل عليه من هذا الاستثمار كآتي:

$$\frac{(P_{t+1}-P_t)+C}{P_t} = (150,000 - 100,000) + 5000/100,000 = 0.55$$

يتضح من هذا المثال أن المصدر الأساسي للربح الذي حققه الشخص من استثماره هو من ارتفاع سعر السند في سوق الأوراق الماليّة، وسعر الفائدة السوقيّة هو العامل المؤثر في سعر السند، وهذا يبيّن أن الأوراق الماليّة ذات الدخل الثابت كالسندات تكون أكثر عرضة لمخاطر أسعار الفائدة السوقيّة من الأوراق ذات الدخل المتغير كالأسهم العاديّة.

ويعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض مخاطر تقلب أسعار الفائدة بالاستثمار في سندات قصيرة الأجل، وهذه السندات تكون عادة أقل عرضة لتقلبات الأسعار من السندات الطويلة الأجل، ولكن هؤلاء المستثمرون يجدون أنفسهم في الواقع مجبرين على القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون دائماً مرضية، لذلك ليس من السهولة التخلص من مخاطر تقلب سعر الفائدة.

7-2-2-3 مخاطر القوة الشرائية Purchasing Power Risk

ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة، الناجم عن انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد، بسبب ارتفاع معدلات التضخم، لذلك غالباً ما يشار إلى مخاطر القوة الشرائية Purchasing Power، بمخاطر التضخم. ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابتاً. فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية. كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل. ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى، مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حامل السند. ويتم التمييز عادة، بين أنواع عدة من التضخم، أوسعها التضخم المحفّز بالطلب Demand Pull، والتضخم المدفوع بالتكلفة Cost Push، أو تضخم طلب وتضخم تكلفة اختصاراً. ويترك التضخم تأثيراً عكسياً في القوة الشرائية، فتنخفض، لذلك فإنه لايفضّل الاستثمار بالأوراق المالية، أو أنه من غير المرغوب به في أوقات التضخم. ويجنح الكثير من المستثمرين في مثل هذه الأوقات، للاستثمار في أدوات أخرى. ينشأ تضخم الطلب بفعل الزيادة في الطلب بالقياس إلى العرض، حيث يعجز العرض عن مجارة الطلب، بسبب أنه لايمكن توسيعه أكثر، وترتفع الأسعار بنتيجة ذلك. وتعمل الزيادة المتتابة في أسعار السلع والخدمات، الناجمة عن ارتفاع تكاليف الإنتاج، إلى تضخيم أسعار السلع والخدمات النهائية المتاحة للاستهلاك، ونكون من ثم أمام تضخم تكلفة.

المبحث الثالث

المخاطر غير المنتظمة

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على المخاطر غير المنتظمة.
2. مخاطر غير المنتظمة.
3. مصادر المخاطر غير المنتظمة.

7-3-1 المخاطر غير المنتظمة

Unsystematic Risks

تنتج المخاطر غير المنتظمة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين أو صناعة معينة ولا تؤثر في السوق ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، الأخطاء الإدارية، ظهور اختراعات جديدة، الحملات الإعلانية من المنافسين، التغير في أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة الشركة المعنية، وظهور قوانين جديدة تؤثر في منتجات شركة معينة. والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية. ويجب التنويه أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع **Diversifiable Risk**، وتعرف أيضا بمخاطر الشركة.

وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة لشركة معينة، إما بطبيعة السلعة التي تنتجها، أو بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة، أو بحدوث تغير أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع كما سيتبين لنا لاحقاً، وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة. (ندرس ذلك بتفصيل أكبر في فصل تنوع مخاطر المحفظة الاستثمارية).

2-3-7 أنواع المخاطر غير المنتظمة

سنأتي على بعض هذه المخاطر، وتحديدًا مخاطر الأعمال أو السيولة، المخاطر المالية أو مخاطر الائتمان ومخاطر التشغيل.

1-2-3-7 مخاطر الأعمال (السيولة)

Business risk(liquidity risk)

تعرف مخاطر الأعمال Business risk، بمخاطر السيولة liquidity risk أيضاً، ذلك أنها تنشأ من بيع وشراء الأوراق المالية، المتأثرة بدورات الأعمال، التغيرات التكنولوجية وغير ذلك. وتتضمن مخاطر السيولة:

- 1) مخاطر مرتبطة بسيولة الأصول Asset liquidity risk، ناجمة عن خسائر، تتأتى من عدم القدرة على بيع أو رهن الأصول عند الحاجة، عند اقتراب الاستحقاقات أو في حينها. إذًا، تتجم هذه المخاطر من نقص النقدية وتجمّعها في الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية عدم إمكانية بيع هذه الأوراق والحصول على الاحتياجات النقدية، ولذلك فإنّ هذه المخاطر تؤثر أيضاً في قيمة الأوراق المالية. بمعنى أنه يمكن أن يلجأ حامل الورقة المالية إلى بيعها بسعر يقلّ عن السعر الاسمي لها أو يقل عن قيمتها الدفترية، ويتكبّد بذلك خسائر رأسمالية، وهذه المخاطر تتعرّض لها الأسهم العادية بدرجة أكبر من السندات؛
- 2) مخاطر مرتبطة بالسيولة التمويلية Funding liquidity risk، عند عدم التمكن من الوصول إلى الأموال الكافية للتسديد في الوقت المحدد. مثال ذلك، عندما لا يتم الوفاء بالالتزامات المقدمة للعملاء.

7-3-2-2 المخاطر المالية (الائتمان)

Financial risk(Credit risk)

تعرف المخاطر المالية Financial risk أيضاً بمخاطر الائتمان credit risk. وتتشأ هذه المخاطر، بسبب التغيير في هيكل رأسمال الشركة. ويتشكل هيكل رأس المال بشكل رئيسي، من ثلاثة مصادر، هي كما يلي:

- الأموال المملوكة، رأس المال على سبيل المثال؛
- الأموال المقرضة، كالقروض؛
- الأرباح المحتجزة، مثال الاحتياطي والفائض.

وتتضمن أنواع المخاطر المالية أو مخاطر الائتمان:

- (a) مخاطر سعر الصرف؛
- (b) مخاطر معدل الاسترداد؛
- (c) مخاطر ائتمان فجائية(تغطي عبر السواب عادة)؛
- (d) المخاطر غير الاتجاهية؛
- (e) المخاطر السيادية؛
- (f) مخاطر التسوية.

ونعرض فيما يلي لبعض من أنواع المخاطر المالية أو الائتمانية المذكورة:

تسمى مخاطر سعر الصرف Exchange rate risk، مخاطر معدل التعرض exposure rate risk أيضاً، وهو شكل من أشكال المخاطر المالية، ينشأ عن تغيير محتمل في سعر صرف عملة بلد مقابل عملة بلد آخر والعكس. تواجه مخاطر سعر الصرف، المستثمرين أو الشركات الذين لديهم أصول أو عمليات عبر الحدود، أو إذا كانوا مقرضين أو مقترضين بعملة أجنبية.

يتم إهمال مخاطر معدل الاسترداد Recovery rate risk، غالباً، عند تحليل مخاطر الائتمان. ومن الطبيعي أن نحتاج معدل الاسترداد في التقييم. مثال ذلك، معدل الاسترداد المتوقع للأموال المقدمة كقروض للعملاء من البنوك والشركات المالية غير المصرفية.. إلخ. إذأ، يسمح معدل الاسترداد بحساب الخسارة من

الورقة، في حال التوقف عن السداد، ويمكن حسابها، أي الخسارة أو الفاقد من الأصل عند توقف المقترض عن السداد LGD، كالتالي: (1-معدل الاسترداد).

ترتبط المخاطر السيادية Sovereign risk، بالحكومة. وعندما لا تستطيع الحكومة الوفاء بالتزاماتها الخاصة بالقروض، أو النكث بالوعود بخصوص قروض كانت قد ضمنتها .. إلخ. توجد مخاطر التسوية Settlement risk، عندما لا يقدم الطرف المقابل، الورقة أو قيمتها نقداً، بحسب الاتفاق.

وفي إطار الحديث عن المخاطر المالية، يجدر التنويه بوجود تقسيمات متباينة بشكل كبير، ويحصل أن يتم الخلط بين مخاطر الإدارة Management Risk وإدارة المخاطر Risk Management. وبالطبع فإن المفهومين متباينان بشكل واضح.

يفهم من مخاطر الإدارة Management Risk، تلك المخاطر المالية أو الأخلاقية (مرتبطة بالسمعة) أو غيرها. وترتبط هذه المخاطر بإدارة غير كفوءة، غير بناءة، أو ضعيفة الأداء. ويمكن أن تشكل مخاطر الإدارة، مؤشراً مهماً للمستثمرين، مالكي الأسهم في الشركة، كما يمكن أن تشير إلى المخاطر المرتبطة بإدارة صندوق الاستثمار أيضاً.

وتحدث الأخطاء الإدارية، في الشركات آثاراً سلبية تنعكس على العائد المتوقع على استثماراتها، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما في بعض الأحيان، إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة، إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، وهو ما يعرف بمخاطر الفشل المالي Default Risk، أو مخاطر الإفلاس، وهي تنشأ نتيجة توقف المنشأة التي أصدرت الأوراق المالية عن الدفع بشكل فعلي أو احتمال التوقف عن الدفع، وهذا الأمر يؤثر بلا شك في القيمة السوقية للورقة المالية الصادرة عن هذه المنشأة.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة، سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم.

الإطار رقم (7-3-2-2-1). الأخطاء الإدارية ومخاطر الاستثمار

لعل من أوضح الأمثلة على أثر الأخطاء الإدارية، ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية، نهاية الستينيات من القرن الماضي. فقد تمتعت الشركة بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي، كما أنها كانت معروفة بإدارتها الناجحة. حصل حادث لإحدى السيدات وهي تقود سيارة من صنع الشركة، وجرى الادعاء على الشركة ومطالبتها بدفع تعويضات، تحت عنوان، عدم تزويد طرازاتها من السيارات بحزام الأمان، ما تسبب بالحادث المؤسف للسيدة! أوكلت الدعوى لمحام شاب آنذاك، هو رالف نادر. لم تحسن إدارة الشركة التعامل مع حركة حماية المستهلك التي ترأسها رالف نادر، وخسرت الدعوى، ودفعت تعويضات كبيرة. لقد اتفق معظم المحللون آنئذ، على أن الشركة قد تكبدت خسائر في المبيعات والأرباح والشهرة التجارية، هذا بالإضافة إلى التعويضات التي حكمت بها المحاكم لصالح رالف نادر، وكان لهذه الخسائر أثرها السيئ في سعر سهم الشركة، وقد تحمل المستثمرون في أسهمها خسائر رأسمالية كبيرة.

7-3-2-3 المخاطر التشغيلية

Operational risks

تعدّ المخاطر التشغيلية Operational risks، مخاطر فشل الأعمال بفعل الأخطاء البشرية. وتختلف هذه المخاطر من صناعة إلى أخرى. وتحصل تلك المخاطر، بسبب خلل في الإجراءات الداخلية، الأفراد، السياسات والنظم.

وفيما يلي أنواع المخاطر التشغيلية والمقصود فيها:

(i) ينطوي خطر نموذج (التقييم) Model risk، على استخدام نماذج مختلفة لتقييم الأوراق المالية، ومرد ذلك الخطر هو احتمال الخسارة الناجمة عن ضعف النموذج المالي المتبع في تقييم المخاطر وإدارتها؛

(ii) تنشأ مخاطر الأفراد People risk، عندما لا يتبع أولئك الأفراد، إجراءات الشركة، ممارساتها و قواعدها المعمول بها. أي إنهم يحدون عن السلوك المتوقع؛

(iii) تنشأ المخاطر القانونية Legal risk، عندما تكون الأطراف غير مؤهلة قانوناً لإبرام الاتفاقات فيما بينها. علاوة على ذلك، يتعلق الأمر بالمخاطر التنظيمية regulatory-risk، حيث يمكن أن تتعارض الصفة مع السياسة الحكومية أو تشريع ما، كان يمكن العمل على تعديله لاحقاً بأثر رجعي؛

(iv) تحدث المخاطر السياسية Political risk، بسبب التغيرات في السياسات الحكومية. حيث يمكن أن يكون لهذه التغييرات تأثير غير مرغوب فيه على المستثمر. وهذا النوع سائد بشكل خاص في البلدان الأقل نمواً.

يجب على كل شركة أن تحدد بشكل صحيح أنواع المخاطر، وذلك ضمن فئتين رئيسيتين، مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة. وكما أسلفنا، لا يمكن السيطرة على المخاطر المنتظمة أو التحكم بها، وستتعرض الشركة لتلك المخاطر، وإن كان ممكناً الحد من تأثيرها. بينما يمكن السيطرة على المخاطر غير المنتظمة، والتخفيف من عواقبها السلبية.

أخيراً، يجب تأكيد التباينات في تقسيم المخاطر، إذ يجري تقسيمها إلى مجموعات عديدة، ووفقاً لاعتبارات كثيرة ومداخل متنوعة. فقد يتم التقسيم على أساس مخاطر اقتراض، ائتمان، سيولة، خسارة، إدارة، واسترداد. أو أن يكون على أساس مخاطر شركة، صناعة، تنويع، تضخم، فائدة، سوق، توقيت السوق، أسعار الصرف ومخاطر سياسية. وقد نجد تقسيماً يأخذ كل ماسبق ذكره بالاعتبار. مما سبق قوله، نجد أن أوضح التقسيمات، مابني على أساس العوامل المسببة أو على أساس سببي Causal. ويجري التفريق في هذا الإطار بين أنواع تسببها عوامل داخلية Internal وأخرى تسببها عوامل خارجية External، وكنا قد نوّهنا لذلك في بداية الفصل، عندما اعتبرنا أن المخاطر المنتظمة خارجية الطابع، ولا يمكن السيطرة عليها أو التحكم بها. واعتبرنا المخاطر غير المنتظمة، داخلية المنشأ، ومن ثم يمكن السيطرة عليها والتحكم بها.

استناداً إلى الأساس القائم على العوامل المسببة للمخاطرة، نتعرض لمخاطر الصناعة، والتي يمكن اعتبارها من ضمن مخاطر الاستثمار، ذات الصلة بمخاطر التشغيل ومخاطر الأعمال. ويقصد بمخاطر الصناعة Industry Risk، تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف تتعلق بتلك الصناعة. فعندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، تتأثر جميع الشركات في القطاع، بالإضافة لزيائنها ومموليها بدرجة كبيرة بهذا الإضراب. وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب، واستمر مدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، ومن الممكن أن يفيد المنافسون في الصناعات الأخرى وبدرجة كبيرة أيضاً.

وتأتي مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى الحد من الطلب على المنتجات القديمة. فقد كسدت صناعة العربات التي تجرها الخيول، عند ظهور السيارات مثلاً. وعند ظهور التلفزيون الملون كسدت صناعة التلفزيون غير الملون. ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث، والتي كان لها تأثير في الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة. كما تؤثر المنافسة الأجنبية في الصناعات المحلية، ومن أهم الأمثلة على ذلك منافسة صناعة السيارات والإلكترونيات اليابانية لمثيلاتها في الولايات المتحدة وأوربية في وقت سابق، والكورية والصينية في وقت لاحق.

المبحث الرابع

مخاطر الرفع

Leverage

الأهداف التعليمية:

1. فهم علاقة الرفع التشغيلي بالمخاطرة.
2. إدراك الرابط بين الرفع المالي والمخاطرة.
3. معرفة المقصود بالرفع المشترك.

يقصد بمخاطر الرفع، ما يطلق عليه تجاوزا، المخاطر المختلطة. إن المخاطر المختلطة، تجمع بين أسس ومظاهر المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. وتعدّ كل من مخاطر الرفع التشغيلي والرفع المالي من هذه المخاطر، وتمثل درجة الرفع المشترك ناتج الدمج بين الرفعين التشغيلي والمالي.

7-4-1-1 Operating Leverage الرفع التشغيلي

يقصد بالرفع التشغيلي، مدى استخدام التكاليف الثابتة لتضخيم عائد أصحاب الشركة. وتؤثر كمية الرفع في هيكل رأس المال في كل من العائد والمخاطرة. ويمثل هيكل رأس المال Capital Structure مزيجاً من الديون الطويلة الأجل وحقوق الملكية.

يرتبط الرفع التشغيلي Operational leverage عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة Cost Structure، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الإجمالية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي (DOL) كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف والعكس بالعكس، فالرفع التشغيلي هو مدى استخدام التكاليف الثابتة كالأستهلاك وأجور الإداريين وغيرها في عمليات الشركة. فإذا قامت المنشأة بمكننة وسائل الإنتاج لديها فإن ذلك يؤدي إلى خفض التكاليف المتغيرة كأجور العمال وإلى زيادة التكاليف الثابتة كاستهلاك الآلات ومصروفات الصيانة، وبناء على هذا فإن أي تغير صغير في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغير كبير في صافي الأرباح.

قائمة الدخل	
الرفع التشغيلي	الإيرادات
	(-) تكلفة البضاعة المباعة
	إجمالي الربح
	(-) تكاليف التشغيل
	الربح قبل الفائدة والضرائب (EBIT)

إذا كانت التكاليف الثابتة التشغيلية في الشركة (أ) مثلاً تشكل (50%) من التكاليف الكلية فيها بينما تشكل التكاليف الثابتة التشغيلية في الشركة (ب) 30% من تكاليفها الكلية، فإن درجة الرفع التشغيلي في الشركة (أ) أعلى من نظيرتها في الشركة (ب). وبناء عليه تكون مخاطر الرفع التشغيلي للشركة (أ) أعلى من تلك المخاطر بالنسبة للشركة (ب)، إذ تنعكس درجة الرفع التشغيلي (DOL) على ما يعرف بحساسية أو استجابة صافي الربح التشغيلي EBIT، في كل

من الشركتين أ ، ب لأي تقلب يحدث في المبيعات، بمعنى أن تقلباً يحدث في مبيعات أي من الشركتين وسواء كان بالزيادة أم النقص سيحدث تقلباً موازياً في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة ولكن هذا التقلب يكون في الشركة (أ) أكبر منه في (ب).

وفي حال افتراضنا أن الرفع التشغيلي DOL بالنسبة للشركتين أ ، ب كانت 3 مرة ، 1,5 مرة على التوالي، فهذا يعني أن زيادة بنسبة 10% تحدث في مبيعات كل من الشركتين سيترتب عليها حدوث زيادة موازية في صافي ربح التشغيل لكل منهما، وبنسبة 30% في (أ) ، 15% في (ب) ، لكن وبالمقابل فإن هبوطاً في مبيعات كل من الشركتين وبنسبة 10% سيترتب عليه أيضاً هبوط مواز في ربح التشغيل لكل منهما بنسبة 30% في (أ)، 15% في (ب) ، وعلى هذا الأساس تكون الشركة (أ) أعلى مخاطرة من الشركة (ب)، لأن التقلب في ربحها التشغيلي والمرتبب بتقلب مبيعاتها يكون أوسع من حيث المدى Range من المدى الذي يتقلب منه الربح التشغيلي للشركة (ب) ، مما يعني أن المزايا التي يحققها ارتفاع الرفع التشغيلي للشركة (أ) في حالة الازدهار الاقتصادي تتقلب إلى نقمة عارمة بالنسبة لها في حالة الانكماش الاقتصادي. وتقاس درجة الرفع التشغيلي (DOL) عادة بالمعادلة التالية:

$$\text{DOL} = \frac{\text{MC}}{\text{EBIT}}$$

عائد المساهمة (المساهمة الحدية) / MC / صافي ربح التشغيل قبل الفوائد والضريبة (EBIT)

تجدر الإشارة هنا أيضاً إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخرى بدرجة الرفع التشغيلي (DOL) والعلاقة بينهما طردية، فكلما ارتفع الرفع التشغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها وبالعكس، من هنا أيضاً يمكن فهم مخاطر الرفع التشغيلي، فحيث إن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل، إذ لا بد أيضاً من وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة.

7-4-1-2 تحليل نقطة التعادل Breakeven Point Analysis

ينصب الاهتمام في موضوع الرفع التشغيلي، على معدل الزيادة في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد الناتجة عن الزيادة في حجم المبيعات. وتجدر الإشارة هنا أيضاً إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخرى بدرجة الرفع التشغيلي والعلاقة بينهما طردية فكلما ارتفع الرفع التشغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها وبالعكس. من هنا أيضاً يمكن فهم مخاطر الرفع التشغيلي، فحيث إن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل، إذاً لابد أيضاً من وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة. وتمثل نقطة التعادل مستوى المبيعات الضروري لتغطية كل النفقات التشغيلية.

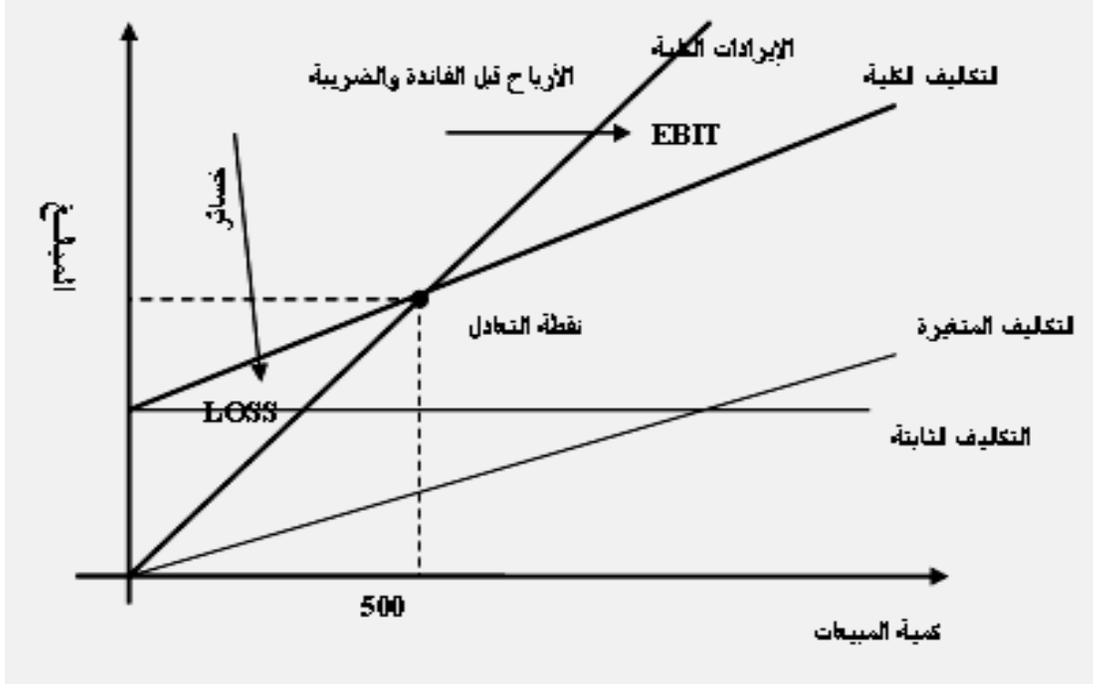
تمرين رقم (7-4-1-2-1).

بلغت التكاليف الثابتة لإحدى الشركات (25000) ليرة سورية، وكان سعر البيع للوحدة من المنتج (100) ليرة، أما التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة فبلغت (50) ليرة.
المطلوب: حساب كمية التعادل.

الحل: $(50-100) \div 25000 = 50 \div 2500 = 500$ وحدة.

عند مستوى مبيعات 500 وحدة فإن الربح قبل الفائدة والضريبة يساوي الصفر.

إذاً يكون الربح عند نقطة التعادل (قبل الفائدة والضريبة) مساوياً للصفر. وبما أن الربح قبل الفائدة والضرائب = (الكمية × سعر بيع الوحدة) - التكاليف الثابتة - (الكمية × التكاليف المتغيرة) = الكمية (سعر بيع الوحدة - التكاليف المتغيرة) - التكاليف الثابتة.



يمكن من ثم الاستنتاج أن: كمية التعادل = التكاليف الثابتة ÷ (سعر بيع الوحدة - التكلفة المتغيرة للوحدة) ومن المساواة السابقة يمكننا استنتاج استجابة كمية التعادل للزيادة في التكاليف وسعر بيع الوحدة على الشكل التالي:

الزيادة في المتغير	تأثير الزيادة في نقطة التعادل
زيادة التكاليف الثابتة	زيادة كمية التعادل
زيادة سعر بيع الوحدة	انخفاض كمية التعادل
زيادة التكاليف المتغيرة	زيادة كمية التعادل

تمرين رقم (7-4-1-2-2).

بافتراض أن الشركة الوارد ذكرها في التمرين السابق ترغب بمعرفة أثر التغيرات التالية في كمية التعادل:

1. زيادة التكاليف الثابتة إلى (30000) ليرة.

2. زيادة سعر بيع الوحدة إلى (125) ليرة.

3. زيادة التكلفة المتغيرة للوحدة المباعة إلى (75) ليرة.

الحل:

$$1. \quad 600 = 50 - 100 \div 30000 \text{ وحدة.}$$

$$2. \quad 333.3 = 50 - 125 \div 25000 \text{ وحدة.}$$

$$3. \quad 1000 = 75 - 100 \div 25000 \text{ وحدة.}$$

يقاس الرفع التشغيلي بالدرجات فدرجات الرافعة التشغيلية عند نقطة مبيعات معينة هي النسبة بين الزيادة

النسبية في صافي الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب والزيادة النسبية في الإنتاج المباع بالوحدات .

$$DOL = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Sales} \quad \text{ويمكن وضعها رياضيا على الشكل التالي:}$$

درجة الرفع التشغيلي = الزيادة النسبية في صافي الدخل التشغيلي قبل الفائدة والضريبة ÷ الزيادة النسبية في وحدات الإنتاج المباع.

تمرين رقم (7-4-1-2-3).

إذا كانت إحدى الشركات تستطيع تحقيق ربح قبل الفوائد والضرائب مقداره 10000 ليرة من بيع إنتاج مقداره 140000 وحدة بينما تستطيع أن ترفع هذا الدخل إلى 17000 ليرة إذا استطاعت أن تنتج وتبيع 154000 وحدة.

المطلوب: استخراج درجة الرفع التشغيلي عند مستوى 140000 وحدة وفسر الجواب.

الحل: درجة الرفع التشغيلي = الزيادة النسبية في الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب ÷ الزيادة النسبية في الإنتاج المباع.

$$\text{التغير النسبي في الدخل قبل الفائدة والضريبة} = 17000 - 10000 \div 10000 \times 100\% = 70\%$$

$$\text{التغير النسبي في وحدات الإنتاج المباع} = 154000 - 140000 \div 140000 \times 100\% = 10\%$$

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = 70\% \div 10\% = 7 \text{ درجات}$$

ولتفسير النتائج نقول: إن كل 1% تغير في وحدات الإنتاج المباع سوف يولد زيادة مقدارها مساو لعدد درجات الرافعة التشغيلية (وهي 7 درجات في هذا المثال) في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب . فإذا كان التغير 5% مثلا في وحدات الإنتاج المباع سيكون التغير في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب = 5% × 7 درجات = 35% وهكذا.

تمرين رقم (7-4-1-2-4).

تصور البيانات في الجدول أدناه حالتها في تغيير في مبيعات إحدى الشركات. حيث تمثل الحالة الأولى تغييراً بالزيادة، بينما تمثل الحالة الثانية تغييراً بالنقصان.

الحالة الثانية		الحالة الأولى		نسبة التغير في المبيعات
50(-)%		50+%		
500	1000	1500	1000	المبيعات بالوحدات
5000	10000	15000	10000	الإيرادات
2500	5000	7500	5000	(-) التكاليف المتغيرة
2500	2500	2500	2500	(-) التكاليف الثابتة
0	2500	5000	2500	الربح قبل الفائدة والضرائب
- 100%		100%		نسبة التغير في الربح

في الحالة الأولى بلغت نسبة الزيادة في المبيعات 50% (من 1000 إلى 1500) مما أدى إلى زيادة بنسبة 100% في الربح قبل الفائدة والضرائب (من 2500 إلى 5000).

في الحالة الثانية هبوط 50% في المبيعات (من 1000 إلى 500) مما أدى إلى هبوط بنسبة 100% بالربح قبل الفوائد والضرائب (من 2500 إلى الصفر) واعتماداً على المساواة التالية:

درجة الرفع التشغيلي = التغير النسبي في الربح قبل الفائدة والضرائب ÷ التغير النسبي في المبيعات.
يمكن حساب الرفع التشغيلي في الحالتين على الشكل التالي:

$$\text{الحالة الأولى: } 100\% + 50\% = 150\%$$

$$\text{الحالة الثانية: } 100\% - 50\% = 50\%$$

وبما أن النتيجة أكبر من الواحد إذاً يوجد لدينا رفع تشغيلي.

ويوجد صيغة مباشرة لحساب درجة الرفع التشغيلي عند مستوى كمية مبيعات محدد أو أساس:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي عند مستوى كمية مبيعات محدد} = \text{الكمية} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة}) \div (\text{الكمية} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة}) - \text{التكلفة الثابتة})$$

أويمكن كتابة الصيغة السابقة على الشكل التالي: $DOL = \frac{S-VC}{S-VC-FC} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$

تمرين رقم (5-2-1-4-7).

لدينا 1000 وحدة، سعر الوحدة 10 ليرات وبلغت التكاليف المتغيرة 5 ليرات للوحدة وكانت التكاليف الثابتة 2500 ليرة. المطلوب : احسب درجة الرفع التشغيلي عند الكمية المذكورة .

الحل: درجة الرفع التشغيلي عند 1000 وحدة = $(5-10) \times 1000 \div (5-10) 1000 - 2500 = 2$.
يتضح مما سبق أنه كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة الى المتغيرة ازدادت درجة الرفع التشغيلي .

2-4-7 الرفع المالي Financial Leverage

تقسم مصادر تمويل أي شركة عادة إلى قسمين:

- **تمويل الملكية:** وهو الأموال التي يتم الحصول عليها من المساهمين (أصحاب الشركة) مقابل شرائهم الأسهم التي تشكل رأسمال الشركة، أو عن طريق استخدام الاحتياطيّات والأرباح المحتجزة.
- **تمويل الاقتراض:** وهو عبارة عن الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض من جهات مختلفة إما عن طريق سندات طويلة أو قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت أو بالاقتراض من البنوك. وينشأ عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرفع المالي Financial leverage أو المتاجرة بالملكية Trading on Equity.

ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال (الغير) في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أدوات استثمار تدر عائدا أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال المقترضة. بعبارة أخرى فإن التمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال Cost of Funds المستثمرة في المشروع وتعظيم العائد على حقوق المساهمين ROE.

يرتبط الرفع المالي بما يعرف بالهيكل المالي للمنشأة، فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعاً وبالعكس. هذا يعني أن شركتين (أ) و(ب) تشكل الديون أو جملة المطلوبات في ميزانية كل منهما 20% و 60% من جملة الموجودات على التوالي حينئذ يكون الرفع المالي للشركة (ب) أعلى منه للشركة (أ). بمعنى أن عبء الديون في الشركة (ب) ممثلاً بالفوائد التي ستدفعها يكون أكبر منه في (أ). وعلى هذا الأساس وبافتراض تماثل جميع العوامل الأخرى في الشركتين ستكون نقطة التعادل Break Even Point للشركة (ب) أعلى من نقطة التعادل للشركة (أ) ومن ثم فإن المخاطر المصاحبة لتقلب النشاط تكون في الشركة (ب) أعلى من تلك في الشركة (أ). وتقاس درجة الرفع المالي

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} \text{ : Degree of Financial Leverage عادة بالمعادلة التالية:}$$

درجة الرفع المالي = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ÷ صافي الربح بعد الفوائد وقبل الضرائب

وترتفع المخاطرة كلما ارتفعت درجة الرفع المالي وبالعكس.

تمرين رقم (7-4-2-1).

إذا كانت أرباح مشروع ما قبل الفوائد والضرائب تساوي 200000 ليرة وكان على المشروع دين مقداره 400000 ليرة تحمل فائدة معدلها 10 %.

المطلوب: احسب درجة الرفع المالي للمشروع عند مستوى أرباح 200000 ليرة قبل الفوائد والضرائب.
الحل: درجة الرفع المالي = صافي الأرباح قبل اقتطاع الفوائد والضرائب / صافي الأرباح بعد اقتطاع الفوائد وقبل الضريبة

$$DFL = \frac{200000}{200000 - (400000 \times 10\%)} = 1.25 \text{ درجة.}$$

وتقيس DFL عادة درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي EPS للتغير الحاصل في صافي الربح قبل الضريبة EBT. فلو كانت درجة الرفع المالي في الشركتين (أ) و (ب) 2 و 4 مرة على التوالي، فهذا يعني أن زيادة في صافي الربح قبل الضريبة بنسبة 20% ستعكس على عائد السهم العادي EPS في كل من الشركتين بمعدل 40% و 80% على التوالي. كذلك وبالعكس فإن

هبوطاً في صافي الربح بعد الضريبة بنسبة 20% سينعكس على عائد السهم العادي في كل منهما بنسبة 40% و 80% على التوالي. مما يعني أن مدى التقلب الذي ينعكس على عائد السهم العادي بسبب تقلب نشاط الشركة يكون في الشركة (ب) أوسع منه في الشركة (أ) ومن ثم تكون المخاطرة المصاحبة لذلك في الشركة (ب) أعلى من تلك في الشركة (أ) أي إن الفوائد الكبيرة التي تحققها الشركة ذات الرفع المالي الأعلى خلال حالة الازدهار تتقلب إلى خسارة جسيمة في حالة الكساد.

ويمكن بناء على ماسبق قياس درجة الرفع المالي Degree of

Financial Leverage بالطريقة التالية:

قائمة الدخل
المبيعات
(-) التكاليف المتغيرة
(-) التكاليف الثابتة
الربح قبل الفائدة والضرائب
(-) الفائدة
الربح قبل الضرائب
(-) ضريبة الدخل
الربح بعد الضريبة
(-) عائد الأسهم الممتازة
الربح المتاح لحملة الأسهم العادية
نصيب السهم العادي من الأرباح EPS

$$DFL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}$$

درجة الرفع المالي = التغير النسبي في نصيب السهم العادي من الأرباح ÷ التغير النسبي في الربح قبل الفائدة والضرائب.
ونقول بأنه يوجد حالة من الرفع المالي عندما تكون الدرجة أكبر من الواحد.

تمرين رقم (7-4-2-2).

تتوقع شركة لبيع المواد الغذائية أرباحاً قبل الفائدة والضريبة مقدارها 10000 ليرة في السنة الجارية علماً بأن هيكلها التمويلي يتألف مما يلي:

a. سندات بقيمة 20000 ليرة بمعدل كوبون سنوي 10%

b. 600 سهم ممتاز (يربح كل سهم سنوياً 4 ليرة)

c. 1000 سهم عادي

المطلوب:

- 1- حساب درجات الرفع المالي عند مستوى ربح 10000 قبل الفائدة والضريبة .
- 2- حساب درجات الرفع المالي بافتراض زيادة 40% في مستوى الربح في الحالة الأولى.
- 3- حساب درجات الرفع المالي بافتراض نقص 40% في مستوى الربح في الحالة الأولى.

الحالة الثانية		الحالة الأولى		
6000	10000	14000	10000	الربح قبل الفائدة والضرائب
2000	2000	2000	2000	(-) الفائدة
4000	8000	12000	8000	صافي الربح قبل الضريبة
1600	3200	4800	3200	(-) الضرائب (40%)
2400	4800	7200	4800	صافي الربح بعد الضرائب
2400	2400	2400	2400	(-) عائد الأسهم الممتازة
0	2400	4800	2400	الربح المتاح للأسهم العادية
$0 = 1000 \div 0$	$2.4 = 1000 \div 2400$	$4.8 = 1000 \div 4800$	$2.4 = 1000 \div 2400$	نصيب السهم العادي

الحالة الأولى - زيادة 40% في الربح قبل الفائدة والضرائب (10000 إلى 14000) أدت إلى زيادة 100% في نصيب السهم العادي من الأرباح (2.40 إلى 4.80)

الحالة الثانية - هبوط 40% في الربح قبل الفائدة والضرائب (10000 إلى 6000) أدت إلى هبوط 100% في نصيب السهم العادي من الأرباح (2.40 إلى 0)

ونقول إنه يوجد حالة من الرفع المالي عندما تكون الدرجة أكبر من الواحد.

ومن ثم يكون لدينا درجة الرفع في الحالة الأولى: $2.5 = 40\% + 100\%$

وفي الحالة الثانية: $2.5 = 40\% - 100\%$

ويوجد طريقة مختصرة لحساب درجة الرفع المالي عند مستوى محدد من الربح قبل الفائدة والضرائب كالتالي:

درجة الرفع المالي عند مستوى محدد من الربح قبل الفائدة والضرائب = الربح قبل الفائدة والضرائب ÷ الربح

قبل الفائدة والضرائب - الفائدة - (نصيب الأسهم الممتازة (1 ÷ 1 - الضريبة))

وبالتطبيق:

درجة الرفع المالي عند مستوى محدد من الربح قبل الفائدة والضرائب = $10000 \div 10000 - 2000$

$2.5 = 4000/1000 = (0.40 - 1/1 \times 2000)$

فكر . تقيس درجة الرفع التشغيلي DOL والرفع المالي DFL، درجة مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية،

وهي تصنف ضمن المخاطر غير المنتظمة عموماً. غير أن بعضهم يجادل في الأمر على الشكل التالي:

"إذا فهمنا المخاطر المنتظمة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، فإن المخاطر المنتظمة

تكون مقترنة دوماً بتحركات السوق. ويظهر فصل بيتا إلى ثلاثة مكونات،^(*) أن الرفع التشغيلي DOL والرفع

المالي DFL، هما في الواقع أدوات تعمل على زيادة المخاطر الأصلية. إنها مخاطر منتظمة، بمعنى وجود

ارتباط مع عائد السوق، أو أية معلمة أخرى على مستوى السوق."

^(*) الرفع التشغيلي والرفع المالي، وما يتبقى من بيتا، هو بيتا الصناعة.

3-4-7 الرفع المشترك Combined Leverage

يمكن لآثار نوعي الرفع السابقين (الرفع التشغيلي والرفع المالي) أن تتضافر معاً لتنتج معاً ما يعرف بالرفع المشترك Combined Leverage، إذ تقيس درجة الرفع المشترك DCL درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي EPS لأي تغير يحدث في المبيعات. ويمكن تحديد درجة الرفع المشترك DCL من خلال المعادلة التالية:

$$DCL = DFL \times DOL$$

تسبب التغيرات في إيرادات المبيعات تغيرات أكبر في الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT. لذلك، فإن التغيرات في الربح قبل الفائدة والضريبة تترجم إلى تباينات أكبر في ربحية السهم EPS وإجمالي الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية EAC، إن اختارت الشركة أن تستخدم الرفع المالي، وعندها لن يكون مستغرباً، أن نجد أن دمج الرفع التشغيلي مع الرفع المالي يسبب تباينات إضافية في أرباح السهم. يمكن التعبير عن الرفع المشترك بالصيغة التالية: $DCL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta Sales}$ وهي تمثل درجة الرفع المشترك من مستوى المبيعات الأساسي، أو بكلام آخر: التغير النسبي في ربحية السهم/التغير النسبي في المبيعات. وكما يلاحظ فإن درجة الرفع المشترك، هي ناتج لمقياسي الرفع المستقلين، ومن ثم لدينا:

$$(DOL_S) - (DFL_{EBIT}) = DCL_S$$

$$DCL_S = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F-I}$$

ويمكننا إيراد درجة الرفع المشترك مباشرة على الشكل التالي:

أخيراً، يجدر بنا التنويه في إطار بحثنا لأنواع المخاطر، إلى أنه قد تتداخل مصادر المخاطرة بجميع أنواعها بحيث يصعب فصل كل مصدر على حدة. كما تشكل قوى تؤثر في أسعار الأوراق المالية، إما باتجاهات مختلفة بحيث يلغي كل مصدر أثر المصادر الأخرى، أو قد تؤثر جميعها في اتجاه واحد فتسبب تغيرات كبيرة في الأسعار.

الجدول رقم (7-4-3-1) تحليل الرفع المشترك لإحدى الشركات

التغيرات النسبية	مستوى المبيعات المتوقع t+1	مستوى المبيعات الأساسي، t	البند
20+	360000	300000	المبيعات
	216000	180000	(-) التكاليف المتغيرة
	144000	120000	الإيرادات قبل التكاليف الثابتة
	100000	100000	(-) التكاليف الثابتة
120+	44000	20000	الربح قبل الفائدة والضرائب
	4000	4000	(-) الفائدة
	40000	16000	الربح قبل الضرائب
	20000	8000	(-) الضريبة 50%
150+	20000	8000	الدخل الصافي
	0	0	(-) عائد الأسهم الممتازة
150+	20000	8000	الربح المتاح لحملة الأسهم العادية
	1500	1500	عدد الأسهم العادية
150+	13.33	\$5.33	ربحية السهم العادي (EPS)
درجة الرفع التشغيلي = $120\% \div 20\% = 6$.			
درجة الرفع المالي = $150\% \div 120\% = 1.25$.			
درجة الرفع المشترك = $150\% \div 20\% = 7.50$.			

ملخص الفصل السابع

تنشأ المخاطرة نتيجة حالة عدم التأكد التي تحيط بالعائد المتوقع نتيجة الاستثمار، لأن هذا العائد مرتبط بتدفقات نقدية مستقبلية، واحتمال تحقق هذه التدفقات مرتبط بعوامل خارج سيطرة المستثمر، ومع انخفاض التوقعات بشأن هذه التدفقات تزداد درجة المخاطرة والعكس صحيح.

إذا، يمكن تعريف المخاطرة على أنها حالة من عدم التأكد، التقلب أو احتمال الخسارة المرتبطة بالاستثمار في أصل ما، أو أن العائد الفعلي الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر، يكون أقل من العائد المتوقع. ويجدر الانتباه، إلى أن ثمة فرقاً بين المخاطرة وعدم التأكد، يتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي من الاستثمار. فالمخاطرة تعبر عن وضع يتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة بشأن الحالة الاقتصادية أو حالة السوق، ووضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية. أما عدم التأكد فإنه يشير إلى الوضع الذي لا يتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية.

تقسم المخاطر إلى أنواع عديدة، ولكل أداة استثمارية مخاطر خاصة بها، عدا عن أن المخاطر قد تغيرت تسمياتها وتقسيماتها بين المفهوم التقليدي للمخاطرة، والمفهوم الحديث لها. وبناء عليه، تقسم المخاطر وفقاً للمفهوم التقليدي للمخاطرة، إلى منتظمة وغير منتظمة. وتقسم المخاطر وفق المعنى الحديث، إلى مخاطر قابلة للتوزيع وأخرى غير قابلة للتوزيع.

يمكن اعتبار المخاطر المنتظمة خارجية بالنسبة للشركة، لها طبيعة كلية، وغير قابلة للضبط أو التحكم بها. ويأتي في مقدمة هذا النوع من المخاطر، مخاطر السوق، مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر القوة الشرائية. وتعرف المخاطر المنتظمة بأنها مخاطر ناتجة، عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام، وعلى كافة أنواع الاستثمارات، بما فيها الاستثمارات المالية، ولا يقتصر تأثيرها في شركة معينة أو قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو التغيرات السياسية ... الخ. وتعرف أيضاً بمخاطر السوق. وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران أو

شركات تنتج سلماً تتعرض لسرعة التقادم. أي إن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها، ومن ثم أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية. وتجدر الإشارة إلى أن المخاطر المنتظمة لا يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع. إن موضوع أنواع المخاطر المالية وتقسيماتها ليس من المواضيع السهلة والبسيطة، إذ إن بعض أنواع المخاطر ذات أهمية وتأثير كبيرين، بينما بعضها الآخر قليل الأهمية والتأثير. كما أنه من الصعب الاتفاق على تصنيف موحد للمخاطر. ولعل من أهم أنواع المخاطر المنتظمة: مخاطر السوق، تقلب معدلات الفائدة والتغير في القوة الشرائية.

تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة، كما تتأثر بالظروف النفسية في السوق. وتكون هذه الظروف غالباً، سبباً للولاء لأسهم شركة معينة أو الاستماع لإشاعات ومعلومات غير مؤكدة، تتسبب بحالات ذعر وهلع بين المستثمرين في السوق.

إذا، ترتبط مخاطر السوق بثبات التقلبات في أسعار تداول الأسهم أو السندات. ويمكننا تقسيم هذه المخاطر إلى مخاطر مطلقة؛ نسبية؛ ذات ارتباط باتجاه السوق؛ غير ذات ارتباط باتجاه السوق؛ مخاطر أساسية وأخرى مرتبطة بالتقلبات.

المخاطر المطلقة، عبارة عن مخاطر دون أي محتوى، فهي احتمال حصول حدث ما، أو فرصة حدوث حادث ما. ويتم استخدامها لوصف عدد من الأحداث، كالمرض مثلاً. حيث يجري قسمة الأحداث التي وقعت في مجموعة ما خلال فترة معينة، على عدد الأشخاص في تلك المجموعة. وترتبط المخاطر عادة بالمعنى العام، بحدث سيئ، بينما تشير في المصطلح الإحصائي ببساطة، إلى احتمال الحدث، سواء كان جيداً أم سيئاً. إن المخاطر النسبية، تقييم للمخاطر عند مستويات مختلفة. فقد يكون الخطر النسبي الناجم عن تقلبات أسعار الصرف الأجنبي مثلاً، أعلى إذا كانت أغلب المبيعات التي تم احتسابها هي من مبيعات التصدير. وتتمثل المخاطر الاتجاهية، بالمخاطر التي تنشأ حيث تنشأ الخسارة في أصول معينة في السوق نتيجة التعرض. فالمستثمر الذي يمتلك بعض الأسهم على سبيل المثال، يتكبد خسارة عندما ينخفض سعر السوق على تلك الأسهم ونستطيع تحديد المخاطر الاتجاهية، أي المرتبطة بتوجه السوق، بأنها مخاطر تنشأ نتيجة التعرض، لاتجاه أصل مرجعي أو اتجاه السوق. فالمستثمر في الوضع الطويل سيخسر في حال هبط السعر ويربح في حال ارتفع، بينما المستثمر في وضع قصير سيربح عند هبوط السعر، ويخسر عند ارتفاعه.

تتشأ المخاطر غير الاتجاهية، عندما لا يتم متابعة طريقة التداول من قبل المتاجر. كأن يقوم المتعامل بالشراء والبيع المتزامن للسهم على سبيل المثال، بغرض تخفيف المخاطر. وتعود المخاطر الأساسية، إلى احتمال الخسارة الناجمة عن مخاطر غير متطابقة بشكل كامل. كأن نقول، على سبيل المثال، المخاطر التي تنشأ من تبادل مراكز غير متطابقة في سوقين مرتبطين. إن مخاطر التقلب، هي تغير في أسعار الأوراق المالية، نتيجة للتغيرات في تقلب عامل المخاطرة. وينطبق ذلك على محافظ الأدوات المشتقة، حيث يكون التقلب في الأصل موضوع العقد، هو المؤثر الرئيسي على سعر العقد.

ومن الأمثلة الواضحة على المخاطر السوقية نذكر الحالة التي أصابت بورصة نيويورك في وقت الكساد الكبير، حيث تسببت حالة الذعر والهستيريا التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض حاد في أسعار الأسهم. والانهييار الكبير الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح ما يطلق عليه "اللاثنين الأسود". وما حدث في الأسواق الآسيوية عام 1997، حيث انهارت الأسعار في بورصة هونغ كونغ، وامتد تأثيرها بعد ذلك في بورصات الدول المجاورة في ماليزيا واندونيسيا وكوريا، وامتد هذا الانهيار لاحقاً إلى أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا وأستراليا ولكن بدرجات متفاوتة. ونذكر أيضاً، التغيرات التي حصلت في دول عديدة عبر العالم، أوربية بشكل خاص، بنتيجة التحولات الاقتصادية والسياسية، بدءاً من منتصف ثمانينيات القرن الماضي، بتأثير من حالات الانتقال من اقتصادات مقيّدة، إلى "اقتصاد السوق"، ومارافق ذلك من عمليات "خصخصة" وبيع للممتلكات الحكومية. وعندما تعرض مركز التجارة العالمي في نيويورك ومبنى البنتاغون بواشنطن لهجوم بطائرات وكاب مدينة تابعة لشركة "أمريكان إيرلاينز"، يقودها انتحاريون. وما حدث في الأسواق المالية نتيجة أزمة الرهون العقارية في عام 2008 وامتدت لتصبح أزمة اقتصادية عالمية.

إن مخاطر معدلات الفائدة ناجمة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. إن درجة تأثير ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة تختلف من أداة استثمارية إلى أخرى حسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية، فأى تغير في سعر الفائدة سوف يكون له تأثير في أسعار الأوراق المالية الطويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية القصيرة الأجل. ومن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة

انخفضت أسعار السندات وبالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة السوقي هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي، فتتخفض بذلك قيمة السند في السوق، أي يقل سعره، وبالعكس يرتفع سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي. وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية. إذاً، تنشأ مخاطر أسعار الفائدة بفعل تغير معدلات الفائدة من وقت لآخر، وتؤثر بشكل خاص في أوراق الدين التي تحمل فائدة ثابتة. ونميز ضمن مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر مرتبطة بتغير سعر الاستثمار، سواء كان سهماً، أم سلعة أو غير ذلك. ونميز أيضاً، مخاطر مرتبطة بإعادة الاستثمار. إذ إن التوزيعات أو الفوائد المتحصلة من الاستثمار، لا يمكن إعادة استثمارها عند معدل العائد السابق نفسه.

ونعني بمخاطر القوة الشرائية، احتمال تغير العوائد المتوقعة بسبب ارتفاع معدلات التضخم الناتج عن انخفاض القوة الشرائية للوحدة النقدية. ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابتا. فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفض القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية. كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية الطويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السندات الطويلة الأجل. ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حامل السند.

تنتج المخاطر غير المنتظمة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين أو صناعة معينة ولا تؤثر في السوق ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، الأخطاء الإدارية، ظهور اختراعات جديدة، الحملات الإعلانية من المنافسين، التغير في أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة الشركة المعنية، وظهور قوانين جديدة تؤثر في منتجات شركة معينة بالذات. والشركات التي تتصف بدرجة

كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية. ويجب التنويه إلى أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع، وتعرف أيضاً بمخاطر الشركة.

وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة لشركة معينة، إما بطبيعة السلعة التي تنتجها، أو بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة، أو بحدوث تغير أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع، وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة.

تعرف مخاطر الأعمال، بمخاطر السيولة أيضاً، ذلك أنها تنشأ من بيع وشراء الأوراق المالية، المتأثرة بدورات الأعمال، التغيرات التكنولوجية وما إلى ذلك. وتتضمن مخاطر السيولة مخاطر مرتبطة بسيولة الأصول، ناجمة عن خسائر، تتأتى من عدم القدرة على بيع أو رهن الأصول عند الحاجة، عند اقتراب الاستحقاقات أو في حينها. إذاً، تنجم هذه المخاطر من نقص النقدية وتجمعها في الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية عدم إمكانية بيع هذه الأوراق والحصول على الاحتياجات النقدية، ولذلك فإنّ هذه المخاطر تؤثر أيضاً في قيمة الأوراق المالية. بمعنى أنه يمكن أن يلجأ حامل الورقة المالية إلى بيعها بسعر يقل عن السعر الاسمي لها أو يقل عن قيمتها الدفترية، وينكبد بذلك خسائر رأسمالية، وهذه المخاطر تتعرض لها الأسهم العادية بدرجة أكبر من السندات؛ مخاطر مرتبطة بالسيولة التمويلية، عند عدم التمكن من الوصول إلى الأموال الكافية للتسديد في الوقت المحدد. مثال ذلك، عندما لا يتم الوفاء بالالتزامات المقدمة للعملاء. تعرف المخاطر المالية أيضاً بمخاطر الائتمان. وتنشأ هذه المخاطر، بسبب التغيير في هيكل رأسمال الشركة. ويتشكل هيكل رأس المال بشكل رئيسي، من ثلاثة مصادر، هي الأموال المملوكة، رأس المال على سبيل المثال؛ الأموال المقترضة، كالقروض؛ الأرباح المحتجزة، مثال الاحتياطي والفائض.

وتضم أنواع المخاطر المالية أو مخاطر الائتمان: مخاطر سعر الصرف؛ مخاطر معدل الاسترداد؛ مخاطر ائتمان فجائية (تغطي عبر السواب عادة)؛ المخاطر غير الاتجاهية؛ المخاطر السيادية؛ مخاطر التسوية. تسمى مخاطر سعر الصرف، مخاطر معدل التعرض أيضاً، وهو شكل من أشكال المخاطر

المالية، ينشأ عن تغير محتمل في سعر صرف عملة بلد مقابل عملة بلد آخر والعكس. تواجه مخاطر سعر الصرف، المستثمرين أو الشركات الذين لديهم أصول أو عمليات عبر الحدود، أو إذا كانوا مقرضين أو مقرضين بعملة أجنبية. يتم إهمال مخاطر معدل الاسترداد، غالباً، عند تحليل مخاطر الائتمان. ومن الطبيعي أن نحتاج معدل الاسترداد في التقييم. مثال ذلك، معدل الاسترداد المتوقع للأموال المقدمة كقروض للعملاء من البنوك والشركات المالية غير المصرفية.. إلخ. إذاً، يسمح معدل الاسترداد بحساب الخسارة من الورقة، في حال التوقف عن السداد. ترتبط المخاطر السيادية، بالحكومة. وعندما لا تستطيع الحكومة الوفاء بالتزاماتها الخاصة بالقروض، أو النكث بالوعود بخصوص قروض كانت قد ضمنها.. إلخ. توجد مخاطر التسوية، عندما لا يقدم الطرف المقابل، الورقة أو قيمتها نقداً، بحسب الاتفاق. ويحصل أن يتم الخلط بين مخاطر الإدارة وإدارة المخاطر. وبالطبع فإن المفهومين متباينان بشكل واضح.

يفهم من مخاطر الإدارة، تلك المخاطر المالية أو الأخلاقية (مرتبطة بالسمعة) أو غيرها. وترتبط هذه المخاطر بإدارة غير كفوءة، غير بناءة، أو ضعيفة الأداء. ويمكن أن تشكل مخاطر الإدارة، مؤشراً مهماً للمستثمرين، مالكي الأسهم في الشركة، كما يمكن أن تشير إلى المخاطر المرتبطة بإدارة صندوق الاستثمار أيضاً. وتحدث الأخطاء الإدارية في الشركات آثاراً سلبية تنعكس على العائد المتوقع على استثماراتها، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي. وتؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما في بعض الأحيان، إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة على أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، وهو ما يعرف بمخاطر الفشل المالي، أو مخاطر الإفلاس، وهي تنشأ نتيجة توقف المنشأة التي أصدرت الأوراق المالية عن الدفع بشكل فعلي أو احتمال التوقف عن الدفع، وهذا الأمر يؤثر بلا شك في القيمة السوقية للورقة المالية الصادرة عن هذه المنشأة. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة، سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم. تعدّ المخاطر التشغيلية، مخاطر فشل الأعمال بفعل الأخطاء البشرية. وتختلف هذه المخاطر من صناعة إلى أخرى. وتحصل تلك المخاطر، بسبب خلل في الإجراءات الداخلية، الأفراد، السياسات والنظم.

ينطوي خطر نموذج (التقييم)، على استخدام نماذج مختلفة لتقييم الأوراق المالية، ومرد ذلك الخطر هو احتمال الخسارة، الناجمة عن ضعف النموذج المالي المتبع في تقييم المخاطر وإدارتها؛ وتتسأ مخاطر الأفراد، عندما لا يتبع أولئك الأفراد، إجراءات الشركة، ممارساتها و قواعدهما المعمول بها. أي إنهم يحدون عن السلوك المتوقع؛ تتسأ المخاطر القانونية، عندما تكون الأطراف غير مؤهلة قانوناً لإبرام الاتفاقات فيما بينها. علاوة على ذلك، يتعلق الأمر بالمخاطر التنظيمية، حيث يمكن أن تتعارض الصفقة مع السياسة الحكومية أو تشريع ما، كان يمكن العمل على تعديله لاحقاً بأثر رجعي؛ تحدث المخاطر السياسية، بسبب التغييرات في السياسات الحكومية. حيث يمكن أن يكون لهذه التغييرات تأثير غير مرغوب فيه على المستثمر. وهذا النوع سائد بشكل خاص في البلدان الأقل نمواً.

يجب على كل شركة أن تحدد بشكل صحيح أنواع المخاطر، وذلك ضمن فئتين رئيسيتين، مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة. وكما أسلفنا، لا يمكن السيطرة على المخاطر المنتظمة أو التحكم بها، وستتعرض الشركة لتلك المخاطر، وإن كان ممكناً الحد من تأثيرها. بينما يمكن السيطرة على المخاطر غير المنتظمة، والتخفيف من عواقبها السلبية.

ويجب توكيد التباينات في تقسيم المخاطر، إذ يجري تقسيمها إلى مجموعات عديدة، ووفقاً لإعتبارات كثيرة ومداخل متنوعة. فقد يتم التقسيم على أساس مخاطر اقتراض، ائتمان، سيولة، خسارة، إدارة، واسترداد. أو أن يكون على أساس مخاطر شركة، صناعة، تنويع، تضخم، فائدة، سوق، توقيت السوق، أسعار الصرف ومخاطر سياسية. وقد نجد تقسيماً يأخذ كل ماسبق ذكره بالاعتبار.

مما سبق قوله، نجد أن أوضح التقسيمات، مابني على أساس العوامل المسببة أو على أساس سببي. ويجري التفريق في هذا الإطار بين أنواع تسببها عوامل داخلية وأخرى تسببها عوامل خارجية، وكنا قد نوّهنا لذلك في بداية الفصل، عندما اعتبرنا أن المخاطر المنتظمة خارجية الطابع، ولا يمكن السيطرة عليها أو التحكم بها. واعتبرنا المخاطر غير المنتظمة، داخلية المنشأ، ومن ثم يمكن السيطرة عليها والتحكم بها. استناداً إلى الأساس القائم على العوامل المسببة للمخاطرة، نتعرض لمخاطر الصناعة، والتي يمكن اعتبارها من ضمن مخاطر الاستثمار، ذات الصلة بمخاطر التشغيل ومخاطر الأعمال.

ويقصد بمخاطر الصناعة، تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف تتعلق بتلك الصناعة. فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في

القطاع بالإضافة لزيائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر مدة طويلة، فسيحدث ضرراً كبيراً في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى وبدرجة كبيرة أيضاً. وتأتي مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى الحد من الطلب على المنتجات القديمة فعند ظهور السيارات مثلاً كسدت صناعة العربات التي تجرها الخيول، وعند ظهور التلفزيون الملون كسدت صناعة التلفزيون غير الملون. ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثير في الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة. كما تؤثر المنافسة الأجنبية في الصناعات المحلية، ومن أهم الأمثلة على ذلك منافسة صناعة السيارات والإلكترونيات اليابانية لمثيلاتها في الولايات المتحدة وأوربية في وقت سابق والكورية والصينية في وقت لاحق.

تتجم مخاطر السيولة من نقص النقدية وتجمعها في الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية عدم إمكانية بيع هذه الأوراق والحصول على الاحتياجات النقدية، ولذلك فإن هذه المخاطر تؤثر أيضاً في قيمة الأوراق المالية. بمعنى أنه يمكن أن يلجأ حامل الورقة المالية إلى بيعها بسعر يقل عن السعر الاسمي لها، ويتكبد بذلك خسائر رأسمالية، وهذه المخاطر تتعرض لها الأسهم العادية بدرجة أكبر من السندات.

يقصد بمخاطر الرفع، ما يطلق عليه تجاوزاً، المخاطر المختلطة. إن المخاطر المختلطة، تجمع بين أسس ومظاهر المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. وتعد كل من مخاطر الرفع التشغيلي والرفع المالي من هذه المخاطر، وتمثل درجة الرفع المشترك ناتج الدمج بين الرفعين التشغيلي والمالي.

يقصد بالرفع التشغيلي، مدى استخدام التكاليف الثابتة لتضخيم عائد أصحاب الشركة. وتؤثر كمية الرفع في هيكل رأس المال في كل من العائد والمخاطرة. ويمثل هيكل رأس المال مزيجاً من الديون الطويلة الأجل وحقوق الملكية. ويرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الإجمالية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف وبالعكس، فالرفع التشغيلي هو مدى استخدام التكاليف الثابتة كالاستهلاك وأجور الإداريين وغيرها في عمليات الشركة. فإذا قامت المنشأة بمكننة وسائل الإنتاج لديها فان ذلك يؤدي إلى خفض التكاليف المتغيرة كأجور العمال وإلى زيادة التكاليف الثابتة كاستهلاك الآلات

ومصروفات الصيانة، وبناء على هذا فإن أي تغير صغير في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغير كبير في صافي الأرباح. وتجدر الإشارة هنا أيضاً إلى نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخرى بدرجة الرفع التشغيلي، والعلاقة بينهما طردية. فكلما ارتفع الرفع التشغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها وبالعكس، من هنا أيضاً يمكن فهم مخاطر الرفع التشغيلي، فحيث إن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل، إذا لا بد أيضاً من وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة. وينصب الاهتمام في موضوع الرفع التشغيلي، على معدل الزيادة في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد الناتجة عن الزيادة في حجم المبيعات. وتمثل نقطة التعادل مستوى المبيعات الضروري لتغطية كل النفقات التشغيلية. يقاس الرفع التشغيلي بالدرجات فدرجات الرافعة التشغيلية عند نقطة مبيعات معينة هي النسبة بين الزيادة النسبية في صافي الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب وبين الزيادة النسبية في الإنتاج المباع بالوحدات .

تقسم مصادر تمويل أي شركة عادة إلى تمويل الملكية، وهو الأموال التي يتم الحصول عليها من المساهمين (أصحاب الشركة) مقابل شرائهم الأسهم التي تشكل رأسمال الشركة، أو عن طريق استخدام الاحتياطات والأرباح المحتجزة؛ تمويل الاقتراض، وهو الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض من جهات مختلفة إما عن طريق سندات طويلة أو قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت أو بالاقتراض من البنوك. وينشأ عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرفع المالي أو المتاجرة بالملكية. ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال (الغير) في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أدوات استثمار تدر عائداً أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال المقترضة. بعبارة أخرى فإن التمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع وتعظيم العائد على حقوق المساهمين. يرتبط الرفع المالي بما يعرف بالهيكل المالي للمنشأة، فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعاً وبالعكس.

وتقيس درجة الرفع المالي عادة درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي للتغير الحاصل في صافي الربح قبل الضريبة.

يمكن لآثار نوعي الرفع السابقين (الرفع التشغيلي والرفع المالي) أن تتضافر معاً لتنتج معاً ما يعرف بالرفع المشترك، إذ تقيس درجة الرفع المشترك، درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي لأي تغير يحدث في المبيعات. وتسبب التغيرات في إيرادات المبيعات تغيرات أكبر في الربح قبل الفائدة والضريبة.

لذلك، فإن التغيرات في الربح قبل الفائدة والضريبة تترجم إلى تباينات أكبر في ربحية السهم، وإجمالي الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، إن اختارت الشركة أن تستخدم الرفع المالي، وعندها لن يكون مستغرباً، أن نجد أن دمج الرفع التشغيلي مع الرفع المالي يسبب تباينات إضافية في أرباح السهم. أخيراً، يجدر بنا التتويه في إطار بحثنا لأنواع المخاطر، أنه قد تتداخل مصادر المخاطرة بجميع أنواعها بحيث يصعب فصل كل مصدر على حدة. كما تشكل قوى تؤثر في أسعار الأوراق المالية، إما باتجاهات مختلفة بحيث يلغي كل مصدر أثر المصادر الأخرى، أو قد تؤثر جميعها في اتجاه واحد فتسبب تغيرات كبيرة في الأسعار.

المصطلحات المفتاحية

المخاطر المختلطة	المخاطر غير المنتظمة	المخاطر المنتظمة	المخاطرة
مخاطر الرفع التشغيلي	مخاطر الصناعة	مخاطر السوق	عدم التأكد
مخاطر الرفع المالي	مخاطر الإدارة	مخاطر معدلات الفائدة	
مخاطر الرفع المشترك	مخاطر السيولة	مخاطر القوة الشرائية	
		المخاطر المطلقة	
		المخاطر النسبية	
		المخاطر الاتجاهية	
		المخاطر غير الاتجاهية	
		المخاطر الأساسية	
		مخاطر التقلب	

أسئلة وتدريبات للمراجعة

1. ما المخاطرة على الاستثمار؟
2. ما أنواع المخاطرة؟
3. أي الاستثمارات يحمل أكبر درجة مخاطرة؟
4. ماذا تفهم من عبارة "مخاطر الأعمال"؟
5. ما المخاطر المالية؟
6. ما الرفع؟
7. كيف تقيس درجة الرفع التشغيلي، المالي والمشارك؟
8. ما تحليل التعادل؟

مراجع للقراءة اللاحقة

1. Dondeti, V. Reddy, Carl B. McGowan, Jr. and Susan E. Moeller. (Fourth Quarter 2014) "Computing Bottom-up Betas for Companies in the Soft Drink Industry," *Journal of Business Case Studies*, Fourth Quarter 2014, Volume 10, Number 4, pp. 357-362.
2. Farrell, James L (c 1983) - Portfolio management: theory and application / with the collaboration of Walter J. Reinhart. - 2nd ed. p. em. - (McGraw-Hill series in finance) Rev. ed. of: guide to portfolio management.
3. Huffman, Stephen P. (1989) - The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on the Systematic Risk of Common Stocks: Another Look, *Quarterly Journal of Business and Economics* Vol. 28, No. 1 (Winter, 1989), pp. 83-100
4. Prezas, Alexandros P. , (1987) - Effects of Debt on the Degrees of Operating and Financial Leverage, *Financial Management* Vol. 16, No. 2 (Summer, 1987), pp. 39-44
5. Rubinstein, Mark E. (1973) - A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181.

مواقع الكترونية

- 1) <https://www.investopedia.com/terms/d/dfi.asp>
- 2) <https://scholar.lib.vt.edu/ejournals/>
- 3) <https://financiallysimple.com/finance-101-the-types-of-risk-in-investing/>
- 4) <https://www.tflguide.com/>
- 5) <http://www.finra.org/investors/highlights/>
- 6) <http://www.arborinvestmentplanner.com/>
- 7) <https://www.thebalance.com/>
- 8) <https://www.getsmarteraboutmoney.ca/invest/>
- 9) <https://www.forbes.com/sites/moneybuilder/>
- 10) <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/>
- 11) <https://www.readyratios.com/reference/analysis/>

المبحث الأول

المبادلة بين العائد والمخاطرة

Risk - Return Trade-off

الأهداف التعليمية:

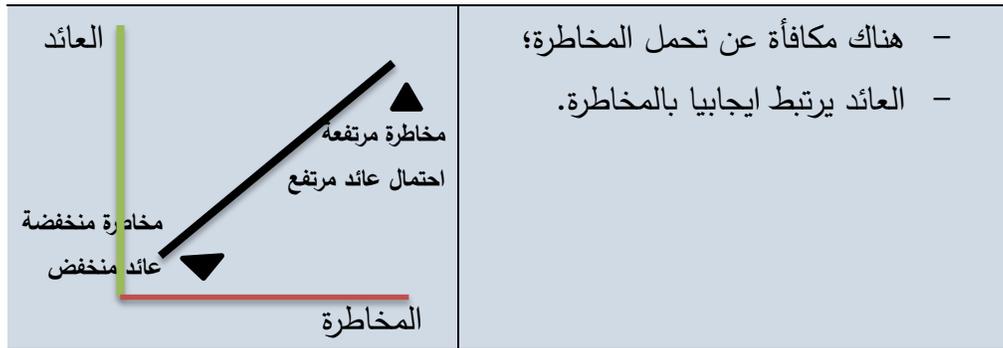
1. فهم العلاقة طردية بين المخاطر والعوائد.
2. ربط المخاطرة بالأفق الزمني للاستثمار.
3. إدراك المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد.

1-1-8 المخاطر والعوائد

Risk and Return

يعدّ العائد والمخاطرة مفهومين مترابطين، فالعائد على الاستثمار Return on Investment هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها لحيازة أداة الاستثمار. أي إن العائد يمثل المكافأة التي يتوقعها المستثمر مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر، على أمل تحقيقها في المستقبل.

ويرتبط العائد والمخاطرة بعلاقة طردية، فكلما ازدادت درجة المخاطرة، يطلب المستثمر عائداً أعلى على استثماره. وعلى هذا الأساس يقع التمييز بين المستثمر الذي يقنع بالحصول على عائد متواضع لاستثماراته، مقابل تحمل أقل قدر من المخاطر، والمستثمر الذي يتجه نحو مجالات الاستثمار العالية المخاطرة والمرتفعة العائد. إذا:



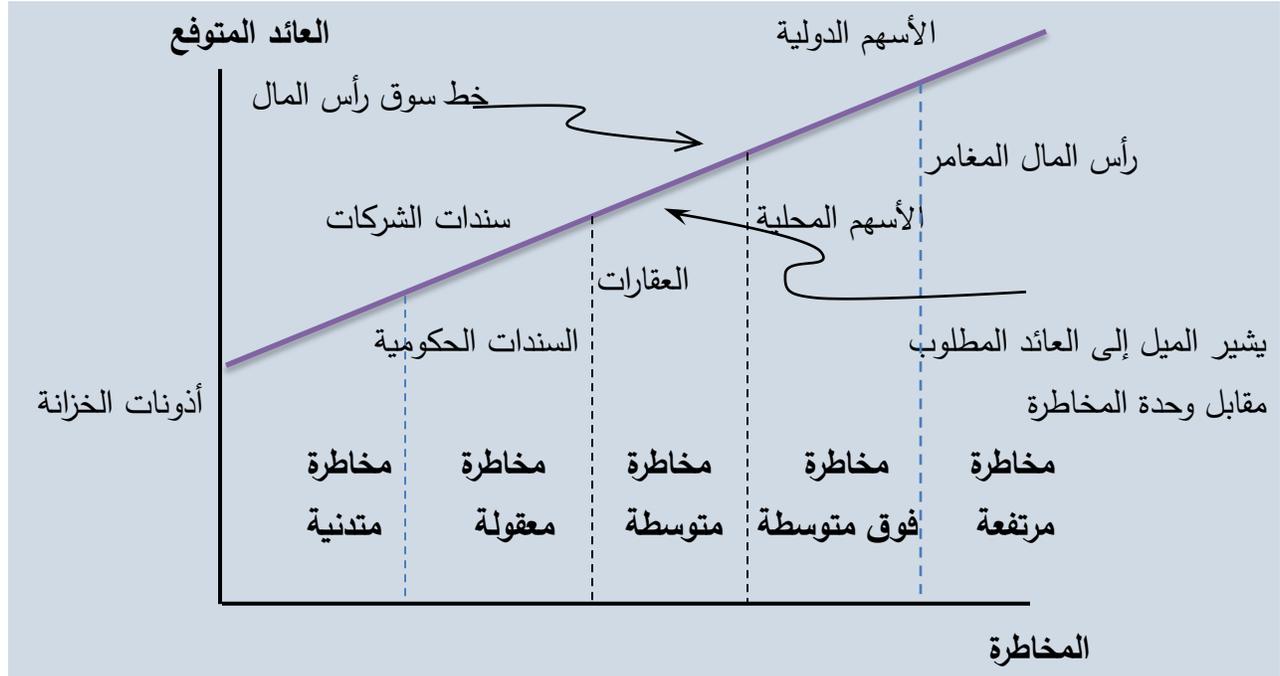
كما توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والأفق الزمني للاستثمار Time Horizon، فكلما طالت الفترة الزمنية تزداد إمكانية عدم تحقق التدفقات النقدية من أداة الاستثمار، ويزداد احتمال تحقق تلك التدفقات كلما قصر الأفق الزمني للاستثمار.

8-1-2 مبادلة العائد والمخاطرة

بما أن المخاطرة هي: "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار"، يجب ربط معدل العائد على الاستثمار بدرجة المخاطرة. ويعدّ اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره من القرارات المهمة في هذا المجال. هذا هو المبدأ العام، وهو المقصود أيضاً بالمبادلة بين المخاطر والعوائد Risk-Return Tradeoff. بمعنى تحديد حجم العائد المطلوب الحصول عليه، لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. ولتوضيح العلاقة بين المخاطرة والعائد من جهة ونوع المستثمر من جهة أخرى، نفترض أنه لدينا ثلاثة أنواع من الأوراق المالية كالتالي: اذونات خزانة، سند صادر عن شركة مساهمة عامة، سهم عادي لشركة مساهمة عامة.

يتعرض المستثمر في هذه الأدوات لدرجات مختلفة من المخاطرة، يرتبط مستوى كل منها بمعدل العائد الذي يتوقعه من كل أداة من الأدوات الاستثمارية الثلاث. فالمستثمر في اذونات الخزانة لا يتعرض للمخاطرة لأنها مضمونة من قبل الحكومة، وعليه أن يتوقع عائداً منخفضاً؛ ويتعرض المستثمر في الأسهم العادية لمخاطر مرتفعة، ويتوقع من ثم عائداً مرتفعاً على الاستثمار فيها؛ أما المستثمر في السند الصادر عن شركة مساهمة فهو يتحمل درجة مخاطرة بمستوى أكبر من المستثمر في اذونات الخزانة وأقل من المستثمر في الأسهم العادية، ولذا فإنه يتوقع عائداً وسطاً بين الاثنين. ويمكننا تمثيل العوائد من مختلف الأدوات المالية في علاقتها بالمخاطرة، كما في (الشكل رقم 8-1-1-1).

الشكل رقم (8-1-1-1). العلاقة بين العائد والمخاطرة



المبحث الثاني

تفضيلات المخاطرة

Risk Preferences

الأهداف التعليمية:

1. منحنيات سواء المستثمر .
2. المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار والمخاطرة.
3. تفضيلات المخاطرة وتصنيف المستثمرين.

8-2-1 تفضيلات المخاطرة

يرى هاري ماركوفيتز Markowitz في نظرية المحفظة Portfolio Theory المنسوبة إليه، والمبنية على فروض عدة، من أهمها فرض المنفعة الحدية من العائد على الاستثمار Marginal Utility of Return on Investment ، أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين، يوضح ميله وسلوكه تجاه عائد الاستثمار ومن ثم تجاه مخاطرة الاستثمار.¹ وبذلك، تقوم فكرة منحنيات سواء المستثمر، على فرضين ضمنيين هما:

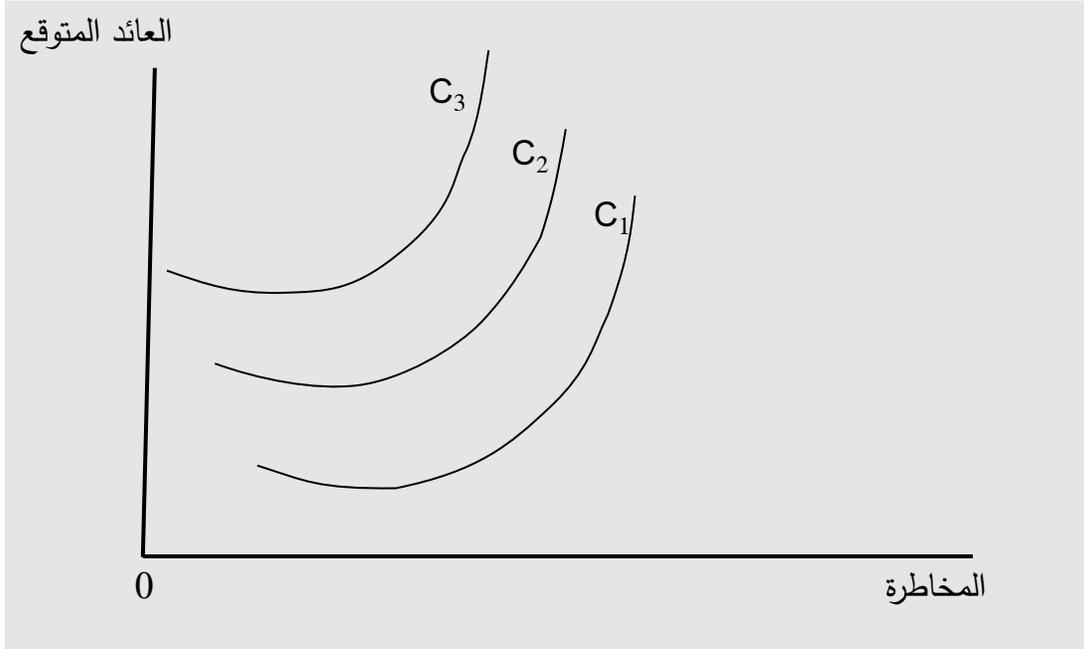
- الأول، فرض عدم التشبع: أي إن المستثمر لا يضيره أبداً أن يحصل على المزيد من العائد، فهو يختار دوماً الاستثمار الأفضل الذي يحقق له أقصى عائد ممكن؛
- الثاني، فرض كراهية المخاطر: أي إن المستثمر يكره المخاطرة، غير أن درجة الكراهية للمخاطرة، إنما تتفاوت بين المستثمرين، حيث أن فيهم من تكون كراهيته كبيرة للمخاطرة، متوسطة أو متدنية.² ووفقاً لذلك يمكن تصنيف المستثمرين إلى ثلاثة أنواع:

(1) النوع الأول- يمثل المستثمر الذي يحقق منفعة حدية متناقصة من العائد، كلما زاد دخله المحقق من الاستثمار. وفيما يخص عنصر المخاطرة، فإن هذا النوع يكون متحفظاً، لدرجة أن قبوله بالمزيد منها مرهون بتوقعاته في الحصول على عائد أعلى، ولكن مع مراعاة أن حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متزايدة؛

¹ Brigham, E. and Houston, J. (2007) Fundamentals of Financial Management.p.223

² . هندي، منير ابراهيم 1996- الفكر الحديث في مجال الإستثمار. منشأة للمعارف بالإسكندرية، مصر، ص 308.

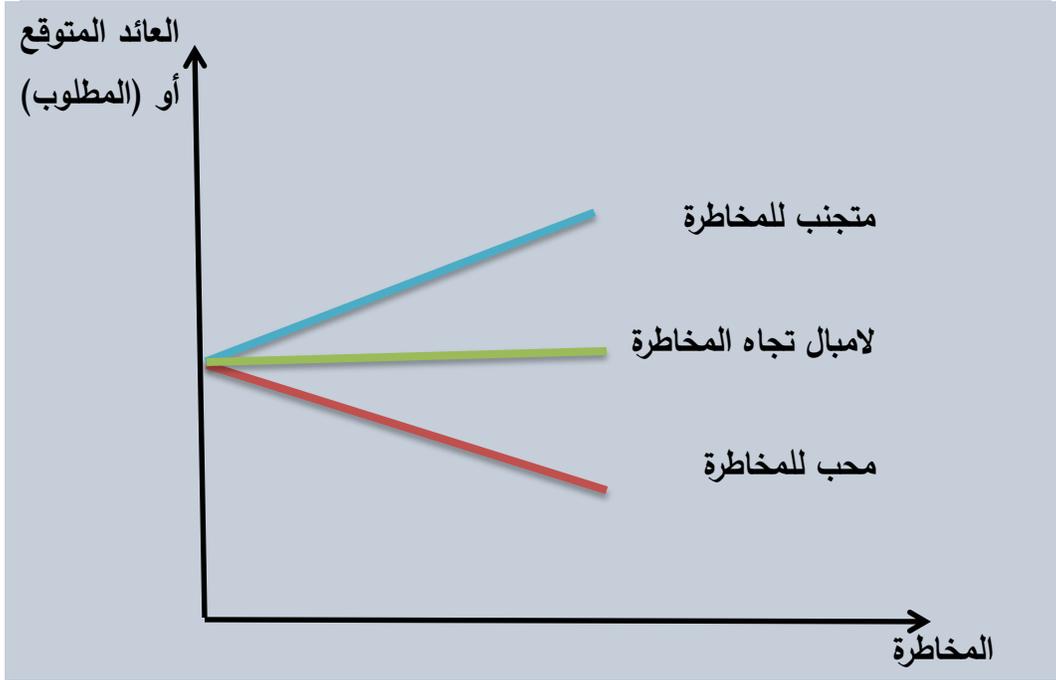
الشكل رقم (8-2-1-1). منحنيات سواء المستثمر



(1) النوع الثاني- ينطبق على هذا النوع قانون ثبات المنفعة الحدية للاستثمار. بمعنى أن العلاقة بين العائد على الاستثمار والمنفعة الحدية المحققة منه تكون بالنسبة لهذا النوع ثابتة. أي إن ما يحصل عليه من إشباع من الليرة الأولى، يساوي تماماً ما يحصل عليه من الليرة الثانية والثالثة... الخ. ويتسم سلوك هذا النوع من المستثمرين تجاه عنصر المخاطرة بالجمود، أي إن مستوى المخاطرة التي يكون مستعداً لتحملها لا يتغير، أي كان معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، مما يجعل هذا النوع محايداً تجاه عنصر المخاطرة؛

(2) النوع الثالث - سلوك النوع الثالث تجاه عنصري العائد والمخاطرة، معاكس تماماً لسلوك النوع الأول. فهو يحقق منفعة حدية متزايدة بارتفاع معدل العائد، أي إن الإشباع الذي يحققه من الليرة الثانية من الدخل المحقق من الاستثمار، يفوق ذلك المحقق من الليرة الأولى، في حين يقل عن ذلك المحقق من الليرة الثالثة وهكذا. أما العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة بالنسبة لهذا النوع فهي علاقة عكسية بمعنى أن المستثمر يبدي اهتماماً متناقصاً تجاه عنصر المخاطرة كلما توقع عائداً أعلى على الاستثمار.

الشكل رقم (8-2-1-2). تصنيف المستثمرين تبعا
للعلاقة بين العائد على الاستثمار والمنفعة الحدية المحققة منه



ويمكننا بناء على ما سبق أن نلخص سلوك المستثمر تجاه المخاطرة على الشكل الآتي:

- (1) إذا كان يقين المستثمر بخصوص الربح من بديل استثماري محدد، أقل من الربح المتوقع من هذا البديل، يقال إنه متجنب مخاطر وفقاً لهذا البديل.
- (2) إذا تساوى عند المستثمر ما يمكن أن يطلق عليه "معادل أو مكافئ اليقين"¹، مع الربح المتوقع من البديل الاستثماري، فسيتم اعتباره محايداً تجاه المخاطرة.
- (3) وأخيراً، إذا كان معادل اليقين الخاص بالمستثمر، أكبر من الربح المتوقع من البديل، يقال إنه باحث عن المخاطر.

يمكن عكس المفاهيم السابقة عن معادل اليقين، لتصبح عن الخسارة عوضاً عن الربح المتوقع من بديل استثماري ما، ويصبح تحليلنا بهذا المعنى متوافقاً مع المدخل السلوكي Behavioral Approach. بمعنى، أن المستثمر متجنب مخاطرة، إذا كان معادل يقينه أكبر من الخسارة المتوقعة، وباحث عن المخاطر إذا كان مكافئ يقينه أقل من الخسارة المتوقعة.

¹ . . Ross, Westerfield and Jaffe, (2010) - *Fundamentals of corporate finance. 9th ed., Alternate ed.* The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance and real estate. P.382

المبحث الثالث

قياس العائد

الأهداف التعليمية:

1. المخاطرة وقياس العائد.
2. المتوسط الحسابي.
3. المتوسط الهندسي.

كان الاهتمام وفق المدخل التقليدي في الدراسات المالية، منصباً على دراسة الأصول الاستثمارية، مدى أهميتها، وكيفية تقييمها منفردة. لكن ماذا إذا كان الاهتمام متوجهاً نحو حياة عدد أكبر من الأصول؟ في هذه الحال يصبح من الضروري اللجوء إلى تحليل جزئي، واستبعاد فرض المستقبل اليقيني واستبداله بفرض المستقبل الاحتمالي غير المؤكد، وإدخال عامل المخاطرة الخاص بكل أصل في عملية القياس. يشكل تحليل المخاطرة المرتبطة بحيازة الأصول المالية، أساس نظرية المحفظة الحديثة لماركوفيتز Markowitz، المستندة إلى إمكانية اعتماد تقديرات المحللين للعوائد المستقبلية المحتملة، لتشكيل المحفظة الاستثمارية. وفي تناولنا لهذا الموضوع، نتعرف كيفية قياس العائد على الاستثمار والمخاطرة المرتبطة بهذا العائد وقياسها. ننتقل بعدها إلى دراسة المحفظة وكيفية تشكيلها أو بنائها.

1-3-8 المتوسط الحسابي Mean

هو أحد مقاييس النزعة المركزية. حيث إن القيمة المتوقعة للعائد على أصل ما، k ، هي القيمة الأكثر احتمال حدوث. ويمكن حسابها كالتالي: $\bar{k} = \sum_{i=1}^n k_i P_i$. ولإيجاد القيمة المتوقعة للعائد، \bar{k} ، عند معرفة كل العوائد، k_i ، في حال كان احتمال تحقق هذه العوائد متساوياً، هي المتوسط الحسابي:

$$\bar{k} = \frac{\sum_{i=1}^n k_i}{n}$$

يمكن قياس العائد لعدة فترات Multiple Periods باستخدام المتوسط الحسابي Arithmetic Mean (أي مجموع العوائد مقسومة على عدد الفترات)، على الشكل التالي:

$$AM = \sum R/N$$

ولكن المتوسط الحسابي يعطي أفضل النتائج عند القياس لفترة واحدة. وللقياس لعدة فترات، يفضل استخدام المتوسط الهندسي Geometric Mean.

وللوصول إلى العائد لفترات عدة باستخدام المتوسط الهندسي، نستخدم الصيغة التالية:

$$GM = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)]^{1/n} - 1$$

مثال (1-1-3-8)

بفرض أن أحد الاستثمارات حقق العوائد السنوية الآتية ولمدة 4 سنوات

4	3	2	1	السنوات
-9	3	12	10	% العائد

$$AM = \frac{10+12+3-9}{4} = 4\%.$$

مثال (2-3-2-5) : من بيانات المثال السابق ما معدل العائد الهندسي؟

$$\begin{aligned} GM &= [(1 + 0.10) \times (1 + 0.12) \times (1 + 0.03) \times (1 - 0.09)]^{1/4-1} - 1 \\ &= [(1.1) \times (1.12) \times (1.03) \times (0.91)]^{1/4-1} - 1 \\ &= [1.15475]^{1/4-1} - 1 \\ &= 1.0366 - 1 \\ &= 0.0366 \\ &= 3.66\% \end{aligned}$$

أو:

مثال (2-1-3-8)

باستخدام البيانات الآتية احسب متوسط العائد الحسابي والهندسي لكل من الاستثمارات الآتية:

السنوات	1	2	3	4	5
A%	12	-4	0	20	2
B%	5	-15	10	38	17

$$AM = \sum R/N$$

$$A = \frac{12-4+0+20+2}{5} = 30/5 = 6\%$$

$$B = \frac{5-15+10+38+17}{5} = 55/5 = 11\%$$

$$GM = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)]^{1/n} - 1$$

$$A = [(1 + 0.12) \times (1 - 0.04) \times (1 + 0\%) \times (1 + 0.2) \times (1 + 0.02)]^{1/5} - 1$$

$$= [(1.12) \times (0.96) \times (1) \times (1.2) \times (1.02)]^{1/5} - 1$$

$$= [1.3160448]^{1/5} - 1$$

$$= 1.0565 - 1$$

$$= 0.0565$$

$$\%5.65$$

أو:

$$B = [(1 + 0.05) \times (1 - 0.15) \times (1 + 0.10) \times (1 + 0.38) \times (1 + 0.17)]^{1/5} - 1$$

$$= [(1.05) \times (0.85) \times (1.10) \times (1.38) \times (1.17)]^{1/5} - 1$$

$$= 1.0965 - 1$$

$$= 0.0965$$

$$\%9.65$$

أو:

المبحث الرابع قياس المخاطرة

الأهداف التعليمية:

1. تقلب أو تشتت العوائد.
2. قياس المخاطرة في حالة التأكد من المعلومات.
3. قياس المخاطرة في حالة عدم التأكد من المعلومات.

1-1-4-8 مخاطرة الأصل المالي

يمكن تعريف المخاطرة أنها درجة عدم التأكد الجزئي، بخصوص قيمة الأصل في المستقبل، أو قيمة التدفقات المستقبلية التي تتولد عنه. إذا، فالعائد الذي سيتحقق مستقبلاً *ex-post*، يختلف نسبياً عن العائد المتوقع من قبل *ex-ante*، وهو ما يعرف إحصائياً بتشتت القيم المتحققة بالمقارنة مع القيمة المتوقعة. ويستخدم مصطلح المخاطرة للتعبير عن درجة تشتت القيم الحقيقية عن المتوقعة، ويعني ذلك احتمال تحقق الخسارة أو الربح، وليس فقط احتمال تحقق الخسارة.

يمكن قياس المخاطرة من خلال عدة مقاييس، أهمها الانحراف المعياري. ويتم من خلاله التعبير عن تشتت القيم حول القيمة المتوسطة المرجحة. فكلما كانت قيمة التباين صغيرة دل ذلك على تمركز المشاهدات قريباً من القيمة المتوسطة، وكلما كانت قيمة التباين كبيرة فإن ذلك يدل على أن أغلب القيم المشاهدة متباعدة عن القيمة المرجحة.

كما يمكن الاعتماد على معامل الاختلاف لقياس درجة المخاطرة. وكلما كانت قيمته كبيرة، فإن ذلك يدل على أن القيم المشاهدة مشتتة عن القيمة المتوسطة (المتوقعة)، وكلما كانت قيمته صغيرة، دل ذلك على أن القيم المشاهدة متمركزة حول القيمة المتوسطة.

8-4-1-2 قياس تقلب أو تشتت العوائد

إن مخاطرة مشروع ما، هي درجة الاختلاف في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذا الاختلاف زادت المخاطرة. والمخاطرة هي عدم انتظام العوائد، لأن تذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية. ويعبر عدم اليقين *Uncertainty* عن موقف، لا تتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، بل يعتمد على الخبرات الشخصية، وهو ما يطلق عليه "التوزيع الاحتمالي الشخصي". ويتمثل الفرق بين المخاطرة وعدم اليقين، في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية، فإما على أساس بيانات تاريخية وإما على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار. إذاً، ومما سبق، فإن المخاطرة تتحدد عادة بتقلب أو تشتت العوائد عن القيمة المتوقعة، والمدخل المعروف هو تحديد المخاطرة بالتقلب على جانبي القيمة المتوقعة، لأنه كلما كان التقلب أكبر كلما ضعفت الثقة بإمكان تحقق العوائد من الاستثمار في الأصل. وتستخدم في قياس تقلب أو تشتت العوائد مقاييس التشتت، ومن أهمها:

التباين *Variance*. أحد مقاييس التشتت وصيغته التالية:

$$\sigma^2 = \sum (r_i - \bar{r})^2$$

الانحراف المعياري *Standard Deviation*

يعطى الانحراف المعياري، σ_k ، بالصيغة التالية:

$$\sigma_k = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2 \times \text{Pr}_i}$$

أي إنه الجذر التربيعي للتباين. وبشكل عام، كلما كان الانحراف المعياري أكبر كانت المخاطرة أكبر. ويعتبر الانحراف المعياري المقياس الأكثر شهرة لقياس مخاطرة الأصل، σ_k ، حيث يقيس التشتت حول القيمة المتوقعة. والصيغة المستخدمة عادة لإيجاد الانحراف المعياري للعوائد، σ_k ، عندما تكون العوائد

معروفة واحتمالات تحققها متساوية هي:

$$\sigma_k = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (k_i - k)^2}{n-1}}$$

معامل الاختلاف *CV*. هو مقياس نسبي للتشتت ملائم لمقارنة مخاطر أصول ذات عوائد متوقعة مختلفة، ويعبر عنه بالصيغة التالية: $CV = \frac{\sigma_k}{K}$ وكلما كان معامل الاختلاف أكبر كانت المخاطرة أكبر. إن الاستخدام الحقيقي لمعامل الاختلاف هو في مقارنة المخاطرة للأصول التي لها عوائد متوقعة مختلفة.

2-4-8 قياس المخاطرة في حالتين في حالة التأكد وعدم التأكد من المعلومات

يجري التمييز بين حالتين في قياس المخاطرة:

(1) قياس المخاطرة في حالة المعلومات التاريخية؛

(2) قياس المخاطرة في حالة المعلومات المستقبلية.

1-2-4-8 قياس المخاطرة في حالة التأكد

عند قياس المخاطرة في حالة المعلومات التاريخية، فإن المخاطرة هنا تتعلق بعدم تجانس العوائد فقط، على اعتبار أننا نكون متأكدين من تحقق هذه العوائد. ويعني عدم التجانس، تشتت العوائد. فكلما زاد التشتت زادت درجة المخاطرة، كما في الجدول رقم (1-1-2-4-8)، حيث أخذت البيانات عن فترة 50 عاما في السوق الأمريكي.¹

الجدول رقم (1-1-2-4-8). التوزيع الاحتمالي لعوائد مختلف أنواع الأصول المالية

السلال	متوسط العائد	الانحراف المعياري	التوزيع الاحتمالي
أسهم الشركات الكبيرة	12.3%	20.0%	
أسهم الشركات الصغيرة	17.1	32.6	
سندات الشركات طويلة الأجل	6.2	8.4	
سندات حكومية طويلة الأجل	5.8	9.2	
سندات حكومية متوسطة الأجل	5.5	5.7	
أذونات الخزينة الأمريكية	3.8	3.1	
معدل التضخم	3.1	4.2	

¹ . Ross, Westerfield and Jaffe, Op.Cit. P.382

ولعل أحد أفضل مقاييس التشتت هو، الانحراف المعياري Standard Deviation.

$$\sigma = \sqrt{\frac{(X-\bar{X})^2}{n-1}}$$

ويمكننا استخدام الانحراف المعياري لقياس تشتت العوائد، في حال تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد الأصول المراد المفاضلة بينها. أما في حال اختلفت المتوسطات الحسابية للعوائد، ويفضل الاعتماد على معامل الاختلاف Coefficient of Variation. حيث يعدّ معامل الاختلاف، مقياساً للتشتت النسبي، ومن ثم فهو يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد البدائل الاستثمارية، المراد المفاضلة بينها أو مقارنتها¹.

$$CV = \frac{\sigma_k}{\bar{k}}$$

وبشكل عام، كلما زاد الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف المتعلق بأصل ما، كلما زادت درجة المخاطرة المتعلقة بهذا الأصل والعكس صحيح.

¹ Brigham, E. and Houston, J. (2007-Fundamentals of Financial Management. Thomson Southwestern, Cincinnati.p.254

تمرين 8-4-2-1-1

لنفترض أن صافي الربح بعد الضريبة بآلاف الليرات خلال خمس السنوات الماضية قي كل من الشركة A والشركة B كان كما يلي:

السنة	صافي الربح بعد الضريبة (A)	صافي الربح بعد الضريبة (B)
الأولى	90	50
الثانية	70	60
الثالثة	120	40
الرابعة	40	50
الخامسة	60	60

المطلوب: حساب مخاطرة الاستثمار في الشركتين

الحل: نحسب أولاً المتوسط الحسابي لأرباح الشركتين.

الشركة A = مجموع صافي الربح بعد الضريبة في جميع السنوات ÷ عدد السنوات

$$76 = 5 \div 380$$

الشركة B: $52 = 5 \div 260$

بما أن المتوسطين مختلفان لابد من حساب معامل الاختلاف

معامل الاختلاف = الانحراف المعياري ÷ المتوسط الحسابي × 100%

الشركة A

الربح	الوسط الحسابي	الربح - المتوسط الحسابي	(الربح - المتوسط الحسابي) ²
90	76	14	196
70	76	-6	36
120	76	44	1936
40	76	-36	1296
60	76	-16	256
			3720

$$\text{Variance } (\sigma^2) = \sum (r_i - \bar{r})^2$$

$$744 = 5 \div 3720 = \text{التباين}$$

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_i - \bar{r})^2}$$

$$27.27 = \sqrt{744} = \text{الانحراف المعياري}$$

$$\text{Coefficient of variation} = \sigma / \bar{r}$$

معامل الاختلاف = الانحراف المعياري ÷ المتوسط الحسابي × 100%

$$35\% = 100\% \times 76 \div 27.27$$

الشركة B

الرياح	متوسط الرياح	الرياح-متوسط الرياح	(الرياح-متوسط الرياح) ²
50	52	2-	4
60	52	8	64
40	52	12-	144
50	52	2-	4
60	52	8	64
			280

التباين: $56 = 5 / 280$

الانحراف المعياري = $\sqrt{56} = 7.48$

معامل الاختلاف: $7.48 \div 52 \times 100\%$

= 14%

نستنتج من الحل السابق أن الشركة A تتعرض لمخاطرة أكبر من حيث عدم ثبات أرباحها عند مستوى معين.

8-4-2-2 قياس المخاطرة في حالة عدم التأكد

يعدّ قياس المخاطرة في حالة المعلومات المستقبلية، أكثر أهمية من المعلومات التاريخية، على اعتبار أن المستثمرين والمدراء الماليين يقيمون مشاريع استثمارية مستقبلية، وخاصة عند تكوين المحافظ الاستثمارية. ويتم في هذه الحالة، تقدير احتمال حدوث القيم المتوقعة للمشاريع الاستثمارية، بناء على تجربة سابقة أو بناء على حدس واجتهاد متخذ القرار.¹ ويتم هنا استخراج القيمة المتوقعة لكل مشروع ، أو العائد المتوقع Expected Return ، لتحل هذه القيمة محل الوسط الحسابي في صيغ حساب الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كما يلي:

العائد المتوقع:

$$\bar{K} = \sum_{j=1}^n K_j \times Pr_j$$

الانحراف المعياري:

$$\sigma_k = \sqrt{\sum_{j=1}^n (K_j - \bar{K})^2 \times Pr_j}$$

معامل الاختلاف:

$$CV = \frac{\sigma_k}{\bar{k}}$$

بما أن المعلومات هنا مستقبلية إذاً هي غير معروفة بدقة ولكن يمكن تقدير احتمالات حدوثها بناء على دراسة الماضي والحاضر، ويتم هنا استخراج القيمة المرجحة أو المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمالها في معادلات التنشتت.

¹ Eugene Brigham, Joel Houston, 2011 Fundamentals of Financial Management -, p.225

تمرين 1-2-2-4-8

فيما يلي التوزيع الاحتمالي لأرباح إحدى الشركات خلال العام القادم:

الحالة الاقتصادية	احتمال حدوثها	الربح المتوقع	القيمة المتوقعة
عادية	20%	150 ألف ليرة	30=150×%20
ازدهار	60%	300 ألف ليرة	180=300×%60
تضخم	20%	450 ألف ليرة	90=450×%20
			300

2- نستخرج التباين كما يلي: $\sigma^2 = \sum(r_i - \bar{r})^2$

الربح المتوقع	احتمال حدوثه	الربح المتوقع - القيمة المتوقعة	(الربح المتوقع - القيمة المتوقعة) ² × الاحتمال
150	20%	(150)	4500
300	60%	صفر	صفر
450	20%	150	4500
			9000

3- استخراج الانحراف المعياري $\sigma = \sqrt{\sum(r_i - \bar{r})^2 P_i}$

$$94.86 = \sqrt{9000} =$$

4- استخراج معامل الاختلاف = Coefficient of variation = σ / \bar{r}

معامل الاختلاف = الانحراف المعياري ÷ القيمة المتوقعة × 100%

$$= 94.86 \div 300 \times 100\%$$

$$= 31.7\%$$

تمرين 2-2-2-4-8

لدينا بديلين للاستثمار (B,A)، تدفقاتهما النقدية المتوقعة واحتمالات تحقق الحالة وفق الجدول التالي:

التدفقات النقدية المتوقعة (العوائد) وفقاً لأوضاع الاقتصاد المحتملة

التدفقات النقدية المتوقعة للسنة الأولى		أوضاع الاقتصاد المحتملة	
المشروع (B)	المشروع (A)		
2000	3000	ركود اقتصادي كبير	%10
3000	3500	ركود بسيط	%20
4000	4000	استقرار اقتصادي	%40
5000	4500	نمو وازدهار بسيط	%20
6000	5000	نمو وازدهار كبير	%10
20000	20000	المجموع الجبري	%100

المشروع A:

P_i	CF_i	$(P_i \times CF_i)$	$(\overline{CF_t} - CF_i)$	$[P_i \times (\overline{CF_t} - XCF_i)]$
%10	3000	300	1000	10000
%20	3500	700	500	50000
%40	4000	1600	0	0
%20	4500	900	-500	50000
%10	5000	500	-1000	10000
		$CF_t = 4000$		المجموع 30000

$$\delta A = \sqrt{\delta^2 A} = \sqrt{30000} = 548$$

المشروع B:

P_i	CF_i	$(P_i \times CF_i)$	$(\overline{CF_t} - CF_i)$	$[P_i \times (\overline{CF_t} - XCF_i)]$
%10	2000	200	2000	400000
%20	3000	600	1000	200000
%40	4000	1600	0	0
%20	5000	1000	-1000	200000
%10	6000	600	-2000	400000
		$CF_t = 4000$		المجموع 1200000

$$\delta B = \sqrt{\delta^2 B} = \sqrt{1200000} = 1095$$

ويمكن حساب المخاطر من خلال التباين CV:

$$CV_t = \frac{\delta_t}{CF_t}$$

المشروع A :

$$=548/4000 = 0.137$$

المشروع B:

$$=1095/4000= 0.274$$

إن مخاطرة المشروع B أعلى من مخاطرة A.

تمرين 3-2-2-4-8

لدينا البيانات التالية المتعلقة بعائد سهمين (A) و (B)، احسب معدل العائد المتوقع المرجح؟

المشروع B		المشروع A		
العائد المتوقع	الاحتمال	العائد المتوقع	الاحتمال	الحالة
% 50	% 10	% 30.8	0.05	1
% 30	% 20	% 23	0.20	2
% 10	% 40	% 8	0.50	3
% 10-	% 20	% 7-	0.20	4
% 30-	% 10	% 22-	0.05	5
	$\Sigma=1$		$\Sigma=1$	

$$E(A) = (0.05)(0.038) + (0.20)(0.23) + (0.5)(0.08) + (0.20)(-0.07) + (0.05)(-0.22\%)$$

$$= 0.08$$

$$E(A) = 8\%$$

$$E(B) = (0.10)(0.80) + (0.20)(0.30) + (0.4)(0.10) + (0.2)(-0.10) + (0.10)(-0.3)$$

$$E(B) = 0.1$$

$$= 10\%$$

تمرين 4-2-2-4-8

نأخذ معطيات التمرين السابق نفسها، ونحسب مخاطرة كل أصل :

$$\delta_A^2 = (0.05)(0.38 - 0.08)^2 + 0.2(0.23 - 0.08)^2 + 0.5(0.08 - 0.08)^2 + 0.2(-0.07 - 0.08)^2 + 0.05(-0.22 - 0.08)^2$$

$$= 0.018 \Rightarrow \delta_A = 13.4\%$$

$$\delta_B^2 = 0.048 \Rightarrow \delta_B = 0.22 = 22\%$$

باستخدام معامل الاختلاف نجد :

$$CV(A) = \frac{\delta_A}{E(A)} * 100 = \frac{0.134}{0.08} = 16.75\%$$

$$CV(B) = \frac{\delta_B}{E(A)} * 100 = \frac{0.22}{0.10} = 2.2\%$$

المبحث الأول نظرية المحفظة الاستثمارية Portfolio Theory

الأهداف التعليمية:

1. توضيح مفهوم المحفظة الاستثمارية.
2. فهم الأهداف الرئيسية لإدارة المحافظ الاستثمارية.
3. معرفة نظريات إدارة المحفظة الاستثمارية.

9-1-1 مفهوم المحفظة الاستثمارية

جاء موضوع المحافظ الاستثمارية بوصفه تطويراً لعلم الاستثمار لمواجهة الحاجات الجديدة التي ظهرت للمستثمرين، وخاصة من النوع المؤسسي Institutional Investors. فمع توسع الفرص الاستثمارية المتاحة وتنوعها، وازدياد حجم الأموال الباحثة عن توظيفات، ظهرت الحاجة إلى أهمية المحافظ للاستفادة من خبرات المتخصصين في الاستثمار، وتقادي المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الأموال خاصة في التقلبات التي تميز الأسواق المالية.

يطلق تعبير المحفظة الاستثمارية على "مجموع ما يملكه الفرد من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال". ويقصر المعنى المتخصص للمحافظ الاستثمارية على الأصول المالية، أي الأسهم والسندات وشهادات الإيداع. أما المفهوم الموسع للمحفظة فيشمل جميع الأصول الاستثمارية التي يملكها الفرد. وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، إذ كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية Real Assets مثل الذهب والعقارات والسلع وغيرها، يمكن أيضاً أن تكون جميع أصولها مالية Financial Assets كالأسهم والسندات وأذونات الخزنة وسوى ذلك، لكن في الأغلب تكون أصول المحفظة من النوع المختلط، أي إنها تجمع الأصول الحقيقية والأصول المالية معاً.

وتنسب نظرية المحفظة إلى ماركوفيتز Markowitz الذي وضع أسسها في بداية الخمسينيات من القرن الماضي، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال شارب Sharpe، جانسن Jansen، ترينور Treynor وغيرهم. وتعدّ المحفظة الاستثمارية بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة Portfolio Manager. وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً، وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة.

يلجأ المستثمر إلى تشكيل المحفظة الاستثمارية رغبة منه في تحقيق أعلى درجة من الاستقرار في العائد. إن حمل أو الاحتفاظ بمجموعة من الأسهم ضمن محفظة، يساعد المستثمر على تقليل الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، لأن الأرباح المحققة في الاستثمار بسهم معين تساعد على تغطية الخسائر الناجمة عن الاستثمار في سهم آخر. إذاً، فالمحفظة تساعد على تخفيض المخاطرة عبر التنويع وتوزيع الأموال المستثمرة على أكثر من أصل.

9-1-2 الأهداف الرئيسية لإدارة المحافظ الاستثمارية

تتمثل الأهداف الرئيسية لإدارة المحافظ الاستثمارية بما يلي:

الحفاظ على رأس المال الأصلي

إذا كان الحفاظ على رأس المال الأصلي ضرورياً لاستمرار المستثمر في السوق، إذاً يجب ألا تشمل مخاطرة المستثمر رأس المال الأصلي. بمعنى أن مغامرة الإقدام على استثمار ما، يجب أن لا تؤدي إلى تعريض رأس المال الأساسي للفقدان. ويقصد برأس المال هنا، المبالغ التي بدأ بها الاستثمار وما تمثله هذه المبالغ من قوة شرائية، أي بعد أخذ معدلات التضخم بالحسبان. وفي حالة الأسهم مثلاً، فإن عدم تعويض القوة الشرائية للأسهم، يعني أيضاً خسارة رأس المال الأصلي.

استقرار تدفق الدخل

ويتوقف ذلك على طبيعة المحفظة الاستثمارية وحاجات الفرد المستثمر بها. غير أن استقرار تدفق الدخل من الاستثمارات يمثل هدفاً، يحظى باهتمام جميع المستثمرين، أو يجب أن يكون كذلك، حتى لأولئك الذين لا يعتمدون في حياتهم اليومية على دخل الاستثمار وعوائده. إذ يتيح هذا الاستقرار في تدفق الدخل، الفرصة للتمتع بدخول إضافية، أو إعادة استثمار جزء من هذه الدخول، في حال توفر الإمكانية والرغبة لدى المستثمر للقيام بذلك. إن استمرار تدفق الدخل، أو التدفقات النقدية من المحفظة، يعني الحصول على إيرادات جارية بنتيجة الاستثمار. وفي حال كانت أخذت هذه التدفقات شكل التوزيعات، يمكن عندها أن تستعمل لمواجهة مصاريف غير متوقعة.

النمو في رأس المال

يعدّ هدف النمو في رأس المال المستثمر، متوافقاً مع هدف تعظيم ثروة الملاك، وتعظيم القيمة السوقية للأصول، ومن ثم يعدّ هذا النمو مؤشراً على نجاح العملية الاستثمارية. إن للنمو في رأس المال المستثمر أهمية خاصة عند غالبية المستثمرين، فهو بمثابة المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماره. وتزود هذه المكاسب المستثمر، بضمانات إضافية للمستقبل.

القابلية للتسويق والسيولة

يشكل اختيار الأوراق المالية الداخلة في المحفظة، من أسهم وسندات، استراتيجية مهمة للمستثمر أو مدير المحفظة، في حال كانت لشركات جاذبة. حيث إن مثل هذه الشركات، تتمتع بقيمة سوقية مقبولة في كل الأوقات، ويسهل بيعها في أي وقت تعرض فيه. وتفيد مثل هذه الأسهم، في تعظيم ثروة الملاك والحصول على التدفقات النقدية المستقرة.

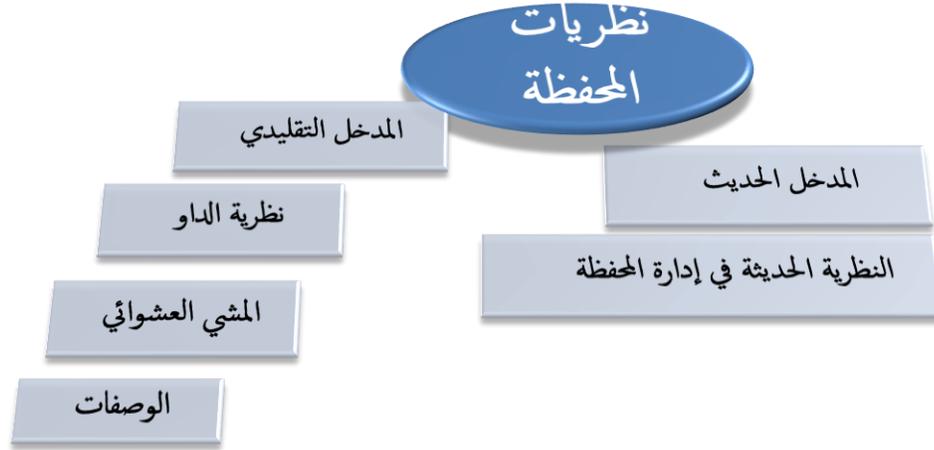
إذا لم تكن الأسهم والسندات في المحفظة الاستثمارية من النوع القابل للبيع والتسويق، يمكن أن يتعرض المستثمر لمشاكل كبيرة في حال ظهرت الحاجة إلى أموال سائلة فجأة.

التنوع

يعمل التنوع على تخفيض المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر. ويمكن أن يتم التنوع، بإدخال المزيد من الأوراق المالية في المحفظة، وهو ما يطلق عليه التنوع البسيط. أو يمكن ذلك من خلال تحديد الأوزان النسبية للأصول في رأسمال المحفظة، ارتباط عوائدها وشكل هذه الارتباط كما سيتبين لنا في فصول لاحقة. غير أن زيادة الأدوات الاستثمارية الداخلة في تركيب المحفظة الاستثمارية، يتطلب جهوداً إضافية للمتابعة والحصول على المعلومات، كما يتسبب هذا الأمر بنفقات إضافية. لذلك يتوجب على المستثمر أو مدير المحفظة، أن يوازن بين جميع العوامل السابقة.

9-1-3 النظريات الرئيسية في إدارة المحفظة الاستثمارية

ترشد نظريات المحفظة المستثمرين إلى اختيار الأوراق التي تعظم العوائد وتخفض المخاطرة. ويمكن تصنيف تلك النظريات ضمن زمر مختلفة كما في الرسم التوضيحي رقم (9-1-3-1).
الرسم التوضيحي رقم (9-1-3-1). نظريات إدارة المحفظة الاستثمارية الرئيسية



I. يندرج ضمن المدخل أو الاقتراب التقليدي التالي:

1. نظرية الداو Dow Theory؛
2. نظرية المشي العشوائي وفرضية السوق الكفوة Random Walk Theory؛
3. الوصفات Formula Plans؛

II. نظريات المحفظة الحديثة MPT.

نظرية الداو

تقضي نظرية الداو، بحسب تشارلز داو، بأن سوق الأسهم لا تتحرك على اساس عشوائي، بل بتأثير ثلاثة اتجاهات دورية متميزة تقود وجهة السوق. وهذه الاتجاهات هي الحركات الأولية او الرئيسية primary movements؛ ردود الفعل الثانوية secondary reactions والحركات الصغرى minor movements.

وتتمثل الحركات الأولية، بحركات أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل في سوق الأسهم (من سنة إلى ثلاث سنوات أو أكثر)، ويمكن لهذه الحركات أن تأخذ كامل السوق صعوداً أو هبوطاً. وتعمل ردود الفعل الثانوية كقوة مقيدة في الاتجاه المعاكس للحركة الأولية أو الرئيسية. وتستمر هذه الحركات لفترة قصيرة فقط. وتعرف أيضاً باسم التصحيحات. وتتمثل الحركات الصغرى بالتقلبات اليومية في السوق، وهي ليست كبيرة ولا قيمة تحليلية لها لأنها قصيرة للغاية.

نظرية المشي العشوائي وفرضية السوق الكفوءة

Efficient Market Hypothesis

يمكن بحسب نظرية الداو، القيام بالتنبؤ بالسلوك المستقبلي لأسعار سوق الأسهم اعتماداً على الدراسة المتأنيبة وتحليل الاتجاهات السعرية. ونقع في الاتجاه المضاد، نظرية المشي العشوائي، التي تعتبر إن أسعار سوق الأسهم المستقبلية، غالباً لا يمكن التنبؤ بها، كما أنه لا يوجد علاقة بين أسعار الأسهم الحالية والمستقبلية. ويحصل التغير في سعر السهم فقط، بتأثير تغيرات محددة في الشركة، الصناعة أو الاقتصاد. يتم تمثّل المعلومات بخصوص تلك التغيرات في السوق، وتحرك أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً، بشكل يعكس تلك التغيرات مباشرة. وتحصل التغيرات اللاحقة فقط، كنتيجة لدفعة جديدة أخرى من المعلومات. يتمثل الافتراض الرئيس في نظرية المشي العشوائي، في إن المعلومات تنتشر مباشرة وبشكل كامل، بحيث تتوفر لدى جميع المستثمرين المعلومات الكاملة عن تلك التغيرات في الاقتصاد، القطاع أو الشركة. وتتكيف الأسعار بشكل سريع مع تلك المعلومات. وبالتالي، فإن سعر السهم الحالي يعكس كل المعلومات في السوق. وبناء عليه فإن السعر قبل يومين مثلاً، لن يساعد في أي شيء للتنبؤ بسعر الورقة بعد يومين. يتحفز المتاجرون بشكل ذاتي للإملاك والتصرف استناداً إلى معلوماتهم الخاصة، ما يعطيهم القدرة على الاستفادة من تلك المعلومات. وبفعلتهم تلك يطلب المتاجرون أسعاراً كفوءة أكثر فأكثر. وبحدود المنافسة، فإن أسعار السوق تعكس كل المعلومات المتاحة، ويمكن للأسعار أن تستجيب للأخبار الجديدة فقط. ومن ثم فهناك رابط قوي بين فرضية السوق الكفوءة وفرضية "المشي العشوائي" التي نوقشت في عام 1863 من قبل السمسار الفرنسي Jules Regnault ولاحقاً الرياضي Louis Bachelier الفرنسي الآخر الذي طبق

نظرية الاحتمالات في أطروحة للدكتوراه عام 1900 والتي كانت بعنوان "نظرية المضاربة" وقد تم تجاهل عمله بشكل كبير حتى العام 1950 عندما بدأ اقتصاديي المالية باستخدام الواسع لنظرية الاحتمالات والاحصاء لنمذجة أسعار الأصول وخاصة أسعار الخيارات لاحقا .

بيّن عدد من الدراسات أن أسعار الأسهم (الأمريكية تحديداً) والسلاسل الزمنية المرتبطة بذلك قد اتبعت "مشيا عشوائيا" في المدى القصير، بينما كان هناك بعض إمكانية لتوقع تلك الأسعار في الأجل الطويل. وقد يكون مرد هذا الأمر إلى أسباب سلوكية مرتبطة باختلاف علاوة المخاطرة زمنيا، غير أن هذا الأمر موضع جدل. لقد بينت الدراسات منذ ثلاثينيات وأربعينيات القرن الماضي أن المستثمر الخبير غير قادر على التغلب على السوق.

الوصفات

Formula Plans

- أولاً، يجب ان تكون الكميات المتاحة للاستثمار محددة مسبقا.
- ثانياً، أن يقوم المستثمر ببناء محفظتين، واحدة عدوانية أو هجومية (من الأسهم) والأخرى دفاعية (من السندات، سندات الدين وغيرها).
- تحديد النسبة بين المستثمر في المحفظة الهجومية والأخرى الدفاعية، كأن نقول 1:1 أو 2:1.

مثال. لنفرض ان المستثمر قد بدأ بمبلغ 40 الف دولار، استثمر نصفها في محفظة أسهم والنصف الآخر في محفظة سندات، أي إن النسبة هي 1:1، وقد حدد $\pm 40\%$ لمراجعة تشكيلة المحافظ. ومع الارتفاع في سعر السهم، تزداد قيمة محفظته من الأسهم. ففي حال ارتفعت أسعار الأسهم 20 الف دولار، عندها ستتغير النسبة الاستثمارية لتصبح 1:2. وإذا قام بتحويل نصف الزيادة لشراء السندات، عندها ستعود النسبة لتصبح 1:1. ويمكن القيام بنفس الشيء في حال هبطت لسعار الأسهم، عندها يمكن تحويل الأموال من المحفظة الدفاعية إلى الأخرى الهجومية ومن ثم تعديل النسبة.

نظريات المحفظة الحديثة

Modern Portfolio Theories

تهتم إدارة المحفظة بكفاءة إدارة الاستثمار في الأوراق المالية. وكما أصبح معروفاً للطالب، فإن الاستثمار يمثل التزاماً حالياً بتخصيص الأموال، لمدة زمنية معينة، بهدف الحصول على تدفق مستقبلي، من شأنه تعويض المستثمر عن أمواله المستثمرة. إذاً:

- التزام حالي بتخصيص الأموال، لفترة زمنية معينة.

- الأخذ بالاعتبار لمعدل التضخم المتوقع.

- وعدم اليقين المرتبط بتدفق الأموال في المستقبل.

تتعامل إدارة المحفظة الحديثة، مع عملية اختيار الأوراق المالية، من ضمن المتاح من حيث مختلف العوائد المتوقعة، وبمستويات مختلفة من المخاطرة. ويتم اختيار الأوراق التي تعظم العائد إلى أقصى حد ممكن، عند مستوى معين من المخاطرة، أو ضمان تخفيض المخاطرة عند مستوى معين من العائد. إذاً، يتم بناء المحافظ الحديثة، لتعظيم العائد المتوقع وتخفيض المخاطرة. ومن ثم، يجري تشكيل المحفظة، تبعاً للعائد المتوقع والمخاطرة المرتبطة بالحصول على هذا العائد المتوقع. وتقترح نظرية المحفظة الحديثة MPT، كيف يمكن للمستثمر الذكي أن يستخدم التنويع، لأمثلة العوائد من محفظته. كما تناقش النظرية أيضاً، كيفية تسعير الأصول الخطرة في المحفظة.

إن المفاهيم الأساسية لنظرية المحفظة الحديثة، إنما تتمثل بتنويع ماركوفيتز Diversification، وMarkowitz، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، والحد الفعال Efficient Frontier، وخط سوق رأس المال Capital Market Line، وخط سوق الورقة المالية Security Market Line، ومعاملات ألفا وبيتا Alpha and Beta coefficients.

إن أكبر مساهمة لنظرية المحفظة الحديثة MPT، هي تقديم وإقرار إطار العائد-المخاطرة، في أثناء اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار. وقد وفرت النظرية للمستثمرين، مقارنة أو مدخلاً رياضياً لإدارة المحافظ واختيار الأصول.

وتعدّ نظرية المحفظة الحديثة، العائد من الأصل متغيراً عشوائياً، والمحفظة عبارة عن توليفة مرجحة من الأصول. وبناءً عليه، يتم تعريف العائد من المحفظة، وفقاً لهذه النظرية، بأنه توليفة مرجحة من العوائد على

الأصول. وبأخذ عوائد المحفظة بالاعتبار، فإن للمتغير العشوائي قيمة متوقعة وتبايناً أيضاً. يتم تعريف المخاطرة وفقاً لهذا النموذج، أنها الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

عيوب نظرية المحفظة الحديثة

يعتقد أصحاب النظرية، أنه من الممكن اختيار الأصول أو الأسهم الغير مرتبطة ببعضها. أياً يكن، فقد تم التثبت من أن الأصول الغير مرتبطة، لا تتحرك أو تستجيب بشكل مستقل عن بعضها. تواجه فرضية السوق الكفاءة تحديات متزايدة، بسبب عدم تماثل المعلومات، المتاجرة من الداخل وغيرها. يلاقي مفهوم المستثمر العقلاني تحديات من طرف الاقتصاد السلوكي، الذي يعتبر ان المستثمرين لا يتصرفوا دوماً على أساس عقلائي. لا يوجد في الواقع شيء اسمه أصل عديم المخاطرة، على اعتبار إن جميع الأصول تحمل درجة معينة من المخاطرة المتضمنة.

لقد لوحظ مرارا أن العوائد في أسواق الأسهم وغيرها من الأسواق، ليست موزعة طبيعياً كما تقترض نظرية "المحفظة الحديثة"!

تتطلب عمليات التقدير، كمية كبيرة من المدخلات في عملية الحساب. فإذا كان لدينا N من الأوراق المالية في المحفظة، عندها على المستثمر أن يقوم بـ N عملية تقدير للتباين ولتقدير التباين يلزم $N(N-1)/2$ عملية، ويعني ذلك $2N + [N(N-1)/2]$ عملية تقدير. وكمثال على ماسبق قوله، فإن تحليل 100 ورقة يتطلب 100 عملية تقدير للعائد، 100 عملية تقدير للتباين و 4950 عملية للتباين، وينتج عن ذلك 5150 عملية.

المبحث الثاني أنواع المحافظ الاستثمارية Types of Portfolio

الأهداف التعليمية:

1. معرفة فئات المحافظ الاستثمارية، ومقارباتها وأنماطها.
2. التمييز بين أنواع المحافظ الاستثمارية.
3. الربط بين نوع المحفظة وطبيعة المستثمر.

9-2-1 فئات المحافظ الاستثمارية، مقارباتها وأنماطها

بفعل التطور الحاصل في عالم الاستثمار على مدى العقود الأخيرة، برزت مئات المقاربات والأنماط في تصنيف المحافظ الاستثمارية. ويمكن اعتبار التصنيفات الرئيسية الثلاث بوصفها هرما تتدرج في كل فئة منه مختلف المقاربات الاستثمارية، وتدخل ضمن كل مقارنة مختلف الأنماط.، وقد جرى توضيح ذلك في الشكل التوضيحي رقم (9-2-1).

تقسم فئات المحافظ الاستثمارية بشكل عام، إلى فردية، يدخل فيها محافظ النقدية والدخل الثابت والنمو والهجينة. وبالرغم من ذلك فإنه توجد محافظ استثمارية تعكس مزيجا من أنماط الاستثمار، من مثل فئات المحافظ المتوازنة التي تعبر عن محافظ تحوي استثمارات في النقدية والدخل الثابت والنمو.

مثال. إذا صممت المحفظة وأديرت على أنها محفظة نمو، فإنه يقع تحت هذه الفئة عددا من المقاربات الاستثمارية المختلفة، من مثل القيمة والتوزيعات والرسملة الكبيرة والرسملة الصغيرة والمربوطة إلى مؤشر وغير ذلك.

ويجدر التنويه إلى أن مستشاري الاستثمار عادة، يطرحون عددا من الأسئلة على المستثمر وذلك لغرض تحديد نمطه الاستثماري، أي ما يطلق عليه "البروفيل الاستثماري"، وذلك قبل تحديد فئة المحفظة التي يقترحونها على المستثمر. ويندرج ضمن الأنماط الاستثمارية، النمط الميال إلى التحفظ، والذي يميل إلى

المحافظ المتوازنة والميال إلى محافظ النمو. وتركز الأسئلة التي يتم طرحها على ما يسمى "نمط الشخصية الاستثماري" وهو ما يمكن اعتباره من مندرجات التمويل السلوكي.

الفئات Categories

تضم الفئات الأكثر شيوعاً من المحافظ الاستثمارية الآتية: النقدية وأشباه النقدية (الحفاظ على رأس المال)، والدخل (المحافظة)، والدخل مع النمو (ويشار إليها أحياناً بالنمو مع الدخل أو المتوازنة تبعاً للمزيج من الأصول)، والنمو، والنمو العدوانى أو الهجومى، ومحافظ النمو الدولية والمحافظ الهجينة.

المقاربات Approaches

يمكن تقسيم الفئة وفق مقاربات استثمارية مختلفة، ويندرج ضمن هذه المقاربات الآتي: طويلة الأجل، وقصيرة الأجل، والمحلية، والتوزيعات، والعالمية، والأسواق الناشئة والمعادن الثمينة، والسلع، والقطاعية، والحكومية، والشركات، والرسملة الكبيرة، والرسملة الصغيرة، المربوطة إلى مؤشر أو المفروزة، والقيمة، والمردود المرتفع وضد التضخم أو المحمية من التضخم.

الأنماط Styles

يمكن وفقاً لكل مقارنة التقسيم إلى الأنماط الآتية:
النمو، والنمو عند سعر معقول، النشطة، والسلبية، وأعلى - أدنى، وأدنى - أعلى، والتحليل الأساسي، والتحليل الفني، والطويلة، والطويلة/القصيرة، والمتحوتة، والمرفوعة.
الشكل التوضيحي رقم (9-2-1-1). هرم تصنيفات المحافظ الاستثمارية



إذا أخذنا بالاعتبار مختلف المؤسسات المالية والصناديق المشتركة وشركات التأمين وغيرها ممن يعرض محافظ استثمارية، وإذا قمنا بضرب مختلف فئات المحافظ الاستثمارية والمقاربات والأنماط بعدد المؤسسات التي تعرض خدمات المحافظ فإننا سنصل إلى حالة من البلبلة والضياع. ويتوجب على المستثمر الراغب بالاستثمار في المحافظ الاستثمارية أن يطرح على نفسه السؤال الآتي: كيف لي أن آكل فيلا كاملاً؟ وتكمن الإجابة في الآتي: قزمة واحدة في كل مرة!

إن المدخل الأسلم والأبسط هو في دراسة الفئات الرئيسية من نقدية ودخل ونمو ودخل مع نمو وهجينة، أو المحافظة والمتوازنة والنمو. يأتي بعدها انتقاء المحفظة التي تتلائم مع الأهداف الاستثمارية، يمكن بعدها البحث في مختلف فئات ومقاربات وأنماط المحافظ، واختيار مايلئم الحاجات عند المستثمر. من ثم تكمن العبرة في تضيق الخيارات بحيث يمكن التحكم بها.

9-2-2 أنواع المحافظ الاستثمارية الرئيسية

تختلف أهداف الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر، بالإضافة إلى وجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى، وغير ذلك من العوامل.

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية تبعاً لاعتبارات ومداخل عديدة. وإذا أخذنا بالاعتبار نوعية الأوراق المكونة للمحفظة، يمكن عندها أن نُميّز بين ثلاثة أنواع هي:

(i) محفظة الدخل Income Portfolio.

(ii) محفظة النمو Growth Portfolio.

(iii) محفظة مختلطة Growth-Income Portfolio.

ويجب أن لا يغيب عن بالنا، أن مسألة التقسيم بين مختلف أنواع المحافظ، يمكن أن يجري وفق معايير

أو مداخل كثيرة. لذلك سنتعرض بإيجاز إلى بعض أنواع المحافظ الاستثمارية غير المذكورة أعلاه.

9-2-2-1 محفظة الدخل

Income Portfolio

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً نسبياً بقليل من المخاطر، سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أم الفوائد التي تدفع لحملة السندات. وكما أسلفنا أعلاه، تركز محفظة الدخل على التوزيعات، المقدمة إلى حملة الأسهم أو الحصص. وتشبه أسهم الشركات المستثمر بها هنا، إلى حد ما، الأسهم الدفاعية الآمنة، لكن عليها أن تعطي مردوداً أعلى. أي أنه، يجب أن تحقق محفظة الدخل، تدفقات نقدية إيجابية. وتظهر كفاءة مدير المحفظة من هذا النوع، في البحث عن الأوراق المالية التي تعطي المستثمر أعلى العوائد. لذلك، يجب اختيار الأسهم التي توزع أرباحاً عالية وتكون متدنية المخاطرة، واختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت. إن الهدف في محفظة الدخل هو إيجاد دخل جاري للمستثمر من المحفظة، ويمكن أن يحصل ذلك، في حال اختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر كثيراً بتقلبات السوق. لذلك تتكون أصول محفظة الدخل، عادة، من السندات الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، وكذلك بعدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح.

وتعتبر صناديق الاستثمار العقاري REITs، مع وحدات بعض أنواع الشركات الهجينة، من مثل ما يطلق عليه في السوق الأمريكي، الشركات الرئيسية المحدودة MLP، مصادر ممتازة للاستثمارات المدرة للدخل. تعيد هذه الشركات القسم الأكبر من أرباحها إلى المساهمين، مقابل الحصول على وضع ضريبي مناسب. إن صناديق الاستثمار العقاري، وسيلة سهلة للاستثمار في العقارات دون متاعب امتلاك العقارات. ومع ذلك، يجب ألا يغيب عن بالنا، أن هذه الأسهم تخضع أيضاً للحالة الاقتصادية. إذ إن هذه الصناديق باعتبارها مجموعات من الأسهم، تتعرض لضربات خلال مراحل التباطؤ الاقتصادي، حيث تخبو عمليات البناء والشراء.

ويفضّل محافظ الدخل، عادة، غالبية صغار المستثمرين أو المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة. حيث إن محفظة الدخل، تمثل نوعاً من إكمال بسيط للأجور التي يتلقاها الغالبية، أو للدخل التقاعدي. ويفترض بالمستثمر في هذا النوع من المحافظ، أن يكون على معرفة بالأسهم التي لم تعد جاذبة، غير أنها لازالت تتبع سياسة توزيعات مرتفعة. إذ لا تحقق مثل هذه الشركات إكمالا بسيطاً للدخل فقط، بل

توفر مكاسب رأسمالية أيضاً. وتعتبر أسهم الشركات العاملة في قطاعات المرافق والخدمات، إلى جانب غيرها من الصناعات بطيئة النمو، مكاناً مثالياً للبحث فيها عن هذا النوع من المحافظ.

الشراكات الرئيسية المحدودة MLP. عبارة هيكل قانوني هجين، يجمع عناصر الشركة المحدودة مع عناصر الشركة المساهمة. فهي أولاً، تجميع شركاء، وليست كياناً قانونياً منفصلاً، كما هو الحال مع الشركة المساهمة. ومن ناحية تقنية، لا يوجد فيها موظفين. إن ما يطلق عليهم، الشركاء العامون general partners، مسؤولون عن توفير جميع الخدمات التشغيلية اللازمة. ويمتلك الشركاء العامون عادة حصة تعادل 2% في المشروع، ولديهم الخيار لزيادة ملكيتهم.

وكما هو الحال مع الشركات المحدودة، يتم إصدار وحدات بدلاً من الأسهم، ويتم تداول هذه الوحدات غالباً في البورصات، مما يوفر سيولة كبيرة لا تقدمها الشراكات التقليدية. ولأن هذه الوحدات المتداولة ليست أسهماً، يشار إلى المستثمرين باسم مالكي الوحدات، بدلاً من المساهمين. ويطلق على المشتريين، شركاء محدودين، يتم تخصيص حصة لهم من الدخل، الحسومات، الخسائر والائتمانات.

9-2-2-2 محفظة النمو
Growth Portfolio

تركز هذه المحفظة على أدوات الاستثمار التي تحقق أرباحاً رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها. وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً في مبيعاتها ومن ثم في إيراداتها على مر السنوات. ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو، أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث إن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسلة احتياطاتها وذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها. وتتحقق عوائد هذه المحفظة غالباً، من الإيرادات الرأسمالية، الناجمة عن ارتفاع القيمة السوقية للأصول الداخلة في تركيبها. إن اختيار الأسهم النامية عملية صعبة، ويجب أن تعتمد على قياس الأرباح والمخاطرة والمقارنة. وقد أتينا على مثل عمليات التقييم هذه في الفصول الخاصة بتقييم الأسهم والسندات.

3-2-2-9 محفظة النمو والدخل Growth-Income Portfolio

تركز هذه المحفظة على التوزيعات النقدية للأرباح، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها. أي المزج بين الأوراق المالية التي تحمل مخاطر مرتفعة مع الأوراق المالية ذات المخاطر المتدنية. إذ يجري تخصيص رأس مال المحفظة بين أسهم الدخل وأسهم النمو .

المحفظة الكفوة!

تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطرة؛
أو أنها عند مستوى معين من العائد، تخفّض المخاطرة إلى أدنى حد ممكن.

المحفظة المثلى!

لكل مستثمر محفظته المثلى.
يتوقف ذلك على: تفضيلات المستثمر للعائد- المخاطرة

9-2-2-4 المحفظة المتوازنة

Balanced Portfolio

وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية وفي الوقت نفسه المحافظة على رأس المال المستثمر.

9-2-2-5 المحافظ المتخصصة في الصناعات

Industries Specialized Portfolio

وهي المحافظ التي تتخصص في الاستثمار بأسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران والطاقة والنفط وغيرها.¹

¹. كنجو ، مفلح وخلف ، مرجع سبق ذكره، ص 82.

9-2-3 المحافظ الدفاعية والهجينة ومحافظ المضاربة

أشرنا سابقا إلى أن تقسيم المحافظ الاستثمارية يمكن أن يتم تبعا لاعتبارات ومداخل عديدة، نعرض فيما يلي لبعض هذه التقسيمات أو التسميات، التي قد تتداخل مع ماسبق ذكره من أنواع المحافظ، ونذكر في هذا الصدد المحافظ الآتية:

- 1) المحافظ الدفاعية.
- 2) محافظ المضاربة.
- 3) المحافظ الهجينة.

9-2-3-1 المحفظة الدفاعية The Defensive Portfolio

إن بيتا الأسهم الدفاعية عادة ليست مرتفعة، وهي معزولة إلى حد ما عن التحركات الواسعة للسوق. من جانب آخر، فإن الأسهم الأكثر حساسية لدورة النشاط الاقتصادي، هي أسهم الدورات Cyclical. إن الشركات التي تنتج الاحتياجات الأساسية، على سبيل المثال، تكون أفضل من تلك التي تركز على ما يطلق عليه "الصرعات" أو الكماليات، وذلك خلال فترات الركود. ومهما بلغ مدى سوء الحالة الاقتصادية، فإن الشركات التي تصنع المنتجات الأساسية للحياة اليومية ستبقى على قيد الحياة. تتمثل الفائدة من شراء أسهم الدورات، في أنها توفر مستوى إضافي من الحماية ضد المخاطر. وينصح مدراء المحافظ، بالاستثمار في أسهم الشركات الدوائية أو المنتجات الصيدلانية، أسهم الشركات المصنعة لمنتجات الدفاع وأسهم شركات التبغ. ويوصي المدراء بهذه السلال من الأسهم، بناءً على المرحلة القائمة من دورة الأعمال واتجاهها، بالرغم من أن منتجات وخدمات هذه الشركات في طلب مستمر. ويقدم العديد من هذه الشركات توزيعات أيضاً، مما يساعد على تقليل الخسائر الرأسمالية في حال وجدت. إن المحفظة الدفاعية، هي محفظة معظم المستثمرين الحريصين.

 يقيس معامل بيتا " β " المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة معينة بالنسبة إلى مخاطر السوق. ويمكن إيجاد معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية سابقة، عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها.

2-3-2-9 محفظة المضاربة The Speculative Portfolio

تعتبر محفظة المضاربة، أقرب إلى المقامرة، وهي الأعلى مخاطرة من سواها. ويشير خبراء التمويل إلى إنه يمكن استخدام 10% من الأصول القابلة للاستثمار كحد أقصى، لتمويل محفظة المضاربة. قد تكون محافظ المضاربة، مرتبطة بإصدارات عامة أولية IPOs، أو بأسهم يُشاع في السوق بأنها تشكل هدفاً لعمليات الاستحواذ Takeover. إن أسهم شركات التكنولوجيا والخدمات الصحية، في إطار بحث هذه الشركات عن منتج تخرق به السوق، أو سهم أية شركة نفط حديثة النمو، على وشك الاعلان عن نتيجة عمليات التنقيب الأولية، تقع ضمن هذه الفئة من المحافظ.

ويمكن للمرء أن يجادل، بأن انتشار شعبية الصناديق المتداولة ETF في أسواق اليوم، يمثل محافظ مضاربة، بالرغم من أنها مربوطة إلى مؤشر. إن هذه الأنواع من الاستثمارات مغرية، ويمكن للإنتقاء الصحيح للصندوق، أن يعطي أرباحاً ضخمة، خلال مدة زمنية قصيرة. ومن ثم، قد تكون محفظة المضاربة هي المحفظة الوحيدة التي تحتاج لأكبر الجهود، لكي تتجح. وتتطلب أسهم المضاربة عادة، عمليات متاجرة مستمرة، وليس استثماراً بالمفهوم التقليدي، متمثلاً بالشراء والاحتفاظ Buy-and-Hold.

9-2-3-3 المحفظة الهجينة The Hybrid Portfolio

يعني بناء محفظة هجينة، الدخول في استثمارات أخرى غير الأسهم، من مثل السندات، السلع، العقارات وحتى في مجالات فنية. وتتمتع المحفظة الهجينة بالكثير من المرونة. وتضم تقليدياً، أسهم الشركات الكبرى blue chip وبعض السندات الحكومية أو الشركات بتصنيف مرتفع. كما يمكن أن تكون صناديق الاستثمار العقاري REITs والشركات الهجينة MLP، موضوعاً للاستثمار في المحافظ المتوازنة هذه. تقوم إستراتيجية الاستثمار في أدوات الدخل الثابت، على شراء السندات بتواريخ استحقاق متنوعة، وهي في الأساس مقارنة تنويع، ضمن نفس الفئة من الأصول، أي السندات في هذه الحالة. وتشتمل المحفظة الهجينة بشكل أساسي، على مزيج من الأسهم والسندات بنسب ثابتة. إذاً، يوفر هذا النوع من المقاربات، تنوعاً عبر فئات متعددة من الأصول، وهذا أمر مفيد، لأن الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تميل إلى أن يكون ارتباطها سلبي.

المبحث الثالث

تشكيل المحافظ الاستثمارية

بعد قراءة هذا المبحث يجب أن تكون قادراً على:

1. فهم المداخل إلى تشكيل المحافظ الاستثمارية.
2. نموذج المتوسط-التباين.
3. قرار المزج الرئيسي وقرار التوقيت.

9-3-1 مداخل تشكيل المحفظة الاستثمارية

Approaches of Portfolio Construction

توجد بشكل عام طريقتان في بناء محفظة الأوراق المالية، هما: الطريقة التقليدية والطريقة الحديثة.

9-3-1-1 الطريقة التقليدية

Traditional Approach

يتم وفق الطريقة التقليدية، تقييم احتياجات المستثمر، من حيث الدخل وزيادة رأس المال. ويتم اختيار الأوراق المالية المناسبة لتلبية هذه الاحتياجات. وتقضي الممارسات الشائعة في الطريقة التقليدية، بتقييم كامل الخطة المالية للمستثمر. وتتعامل الطريقة التقليدية أساساً، مع اثنين من القرارات الرئيسية:

I. تحديد هدف المحفظة؛

II. اختيار الأوراق المالية التي يتعين إدراجها في المحفظة.

ويتم ذلك عادة في أربع إلى ست خطوات:

- 1) قبل صياغة الأهداف، يجب تحليل القيود أو الشروط؛
- 2) يتم صياغة الأهداف في ضوء القيود المحددة؛
- 3) يتم اختيار الأوراق المالية بناء على الأهداف؛
- 4) دراسة مخاطر وعوائد الأوراق المالية المختارة؛

5) يتعين على المستثمر تقييم فئات المخاطر الرئيسية التي يرغب تخفيضها وفق الآتي:

التسوية، المخاطرة، عدم المخاطرة؛

6) أخيراً يتم تخصيص الأوزان النسبية للأوراق المالية في المحفظة، من مثل السندات والأسهم

وغيرها، وبعدها القيام بالتنوع.

ونعرض فيما يأتي للقيود التي أتينا على ذكرها أعلاه.

تحليل القيود:

i. لناحية الدخل:

(أ) الحاجة إلى الدخل الحالي؛

(ب) الحاجة إلى دخل ثابت.

ii. السيولة:

إذا رغب المستثمر في الحصول على سيولة عالية مثلاً، فسيختار أوراق الدين القصيرة الأجل، من مثل أدوات سوق النقد والأسهم التي يجري المتاجرة بها بشكل واسع.

في حين تفتقر إلى السيولة، الأسهم التي يتم المتاجرة بها على نطاق ضيق أو مغلق والعقارات.

iii. الحفاظ على المبلغ الأصلي:

من القيود الجدية، التي يتوجب على المستثمر أن يأخذها بالاعتبار، سلامة المبلغ الأساسي للمستثمر، أو قيمة الصك بالنسبة للورقة.

وفي هذا الإطار، يعدّ الاستثمار في السندات أكثر أماناً من الاستثمار في الأسهم، في وقت التصفية. ويجب استثمار الأموال في الشركات ذات التاريخ الجيد، وأن يكون قد مضى عليها زمن طويل في ممارسة النشاط، وليست جديدة.

وفي هذا الإطار، قد لا توفر الشركات غير المسجلة، نتيجة إيجابية.

9-3-1-2 نموذج المتوسط- التباين

Markowitz Mean Variance Model

يعدّ هاري ماركوفيتز مؤسس نظرية المحفظة الحديثة. ووفقاً له، فإن المستثمرين يهتمون بشكل أساسي بأمرين فيما يتعلق بالأصل الاستثماري، المخاطرة والعائد. ويمكن من خلال تنويع المحفظة، المبادلة بينهما. إن جوهر هذه النظرية، هو أن مخاطرة الأصل الفردي لا تهم المستثمرين. إن ما يهم حقاً، هو المساهمة التي يقدمها الأصل إلى إجمالي مخاطرة الاستثمار. لقد استخدم مبادئه وحولها إلى طريقة لاختيار المحفظة الملائمة، مشكلة من مختلف الأصول.

قام ماركوفيتز بتطوير تحليل المتوسط- التباين في عام 1952، وكان الدافع وراء ذلك، هو تحقيق التوازن بين الأمان والسيولة والعائد. وبما يتوافق أيضاً، مع مختلف رغبات وأذواق المستثمرين. ووفقاً لهذا المدخل أو المنهج، تقسم عملية اختيار المحفظة إلى مرحلتين:

1. إيجاد محافظ المتوسط- التباين الكفؤة؛

2. واختيار واحدة من تلك المحافظ.

الافتراضات Assumptions:

- يلخص العائد على الاستثمار بشكل كافٍ، نتائج الاستثمار؛
- يمكن للمستثمرين وضع تصور للتوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد؛
- تتناسب تقديرات مخاطرة المستثمر، مع تباين العائد الذي يتلقونه من الورقة أو المحفظة؛
- يقوم المستثمرون باتخاذ قرارهم الاستثماري على أساس معيارين: العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة؛
- كل المستثمرين كارهو مخاطر؛
- العائد والمردود، أكثر مقاييس العائد استخداماً.

المستثمرون كارهو مخاطر!

- يتوقع المستثمر ببساطة: مخاطرة أكبر - عائد أعلى.
- يجب أن تنعكس كل من المخاطرة والعائد، في معدل العائد المطلوب.
- يقيس الانحراف المعياري تباين العوائد، ومن ثم إجمالي مخاطرة الاستثمار.
- إن قبول كامل مخاطرة الورقة، ليس ضرورياً من قبل المستثمر.
- يمكن للمستثمر القيام بالتنوع، للحد من المخاطر.
- الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق، سيخفض المخاطرة الكلية عبر التنوع.

9-3-2 قرار المزج الرئيسي Major Mix Decision

تتنوع أمام المستثمر البدائل الاستثمارية المتاحة لتوظيف أمواله، فهناك أدوات استثمارية ذات عوائد مرتفعة ومخاطر عالية، وهناك أدوات استثمارية ذات عوائد منخفضة ومخاطر قليلة. كما توجد أيضاً، الأدوات الاستثمارية ذات العوائد المتوسطة والمخاطر المتوسطة. ولتحديد مكونات المحافظ الاستثمارية، وبالأخص من الأسهم والسندات، على اعتبار أن الاستثمار بالأسهم يتطلب مهارات وتخصصات عالية بسبب طبيعتها الخطرة. يستعرض المستثمر البيئة الاستثمارية بشكل عام، ويحدد القطاعات التي تحقق أهدافه تبعاً لاستراتيجيته الاستثمارية الخاصة به. ثم يختار الشركات المناسبة في كل قطاع ويقوم بدراستها وتحليلها مالياً ليقوم بعدها بإبعاد الشركات التي لا تتوفر فيها المقومات الأساسية المحددة مسبقاً من قبله. وأخيراً تبدأ العملية الاستثمارية بأسهم الشركات المختارة، والشيء نفسه بالنسبة للسندات أو أسناد القرض. وحيث إن السندات تتميز بثبات الدخل فإن المخاطر التي تصاحب الاستثمار بالأسهم العادية تختلف عن تلك التي تصاحب الاستثمار بالسندات أو الأسهم الممتازة. ومن المعروف أن كل مستثمر يختلف عن المستثمرين الآخرين في أولوياته، وبناء على تلك الأولويات تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي ستشكل المحفظة.

يعدّ قرار المزج الرئيسي Major Mix Decision من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة، ويتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة، أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوباً لرأسمالها الكلي. وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتشكيل المحفظة المثلى Optimum Portfolio، والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع، وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة Return Maximization مع تخفيض مخاطرتها إلى حدّها الأدنى Risk Minimization. ومن ثم فإن المستثمر يختار محفظة استثمارية مثلى من بين مجموعة من المحافظ التي تحقق له مايلي:

- i. أعلى عائد متوقع عند مستويات مختلفة من المخاطرة.
 - ii. أدنى مخاطرة عند مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.
- ويطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذين الشرطين، الحد الفعال Efficient Frontier.

ويشمل قرار المزج الأمثل للمحفظة الاستثمارية تحديد العناصر التالية:

- أنواع أو فئات الأصول التي تتشكل منها المحفظة؛
- الوزن النسبي لكل أصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة أو في رأسمالها؛
- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها في كل فئة من فئات الأصول؛
- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع.

9-3-3 قرار التوقيت

Timing Decision

يعدّ قرار المزج، أو التنويع الأساسي للأصول، كما ذكرنا سابقاً، قراراً استراتيجياً في بناء المحفظة. لكن هذا التوزيع قد يعاد ترتيبه في المستقبل، وذلك إذا ما استجبت ظروف تستدعي إعادة التوزيع. ويحتاج الأمر حينئذ، إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت Timing Decision.

ويتمثل الغرض من قرار التوقيت، في تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة عن طريق التخلص من بعضها، وإضافة بعضها الآخر عبر عمليات البيع والشراء. ويطلق على هذه العملية، التوزيع النشط للأصول Active Allocation.

ويتم قرار التوزيع النشط للأصول في ضوء مجموعة من العوامل هي:

- 1) التقييم النسبي للفئات المختلفة للأصول وذلك بافتراض ثبات عوامل الاقتصاد الكلي مثل، التضخم ومعدلات الفائدة.
- 2) الدورة الاقتصادية، وتتعاكس آثارها عادة على معدلات الفائدة، وعلى معدلات التضخم، وبكيفية تؤثر في أسعار أدوات الاستثمار.
- 3) السيولة والفوائض النقدية، فعندما يرتفع مستوى السيولة أو تزداد الفوائض النقدية، ترتفع أسعار الأدوات الاستثمارية عموماً وإن بنسب متفاوتة.
- 4) التحليل الفني، ويقوم بهذا النوع من التحليل خبراء متخصصون بالاسترشاد بمجموعة من المؤشرات يحاولون من خلالها استنباط الاتجاهات المستقبلية لأسعار أدوات الاستثمار.

المبحث الأول

التنويع البسيط أو الساذج

Naïve Diversification

الأهداف التعليمية::

1. أثر التنويع في مخاطرة المحفظة.
2. التنويع بناء على جهة الإصدار.
3. التنويع البسيط وعدد أوراق المحفظة.

1-1-11 تأثير التنويع في مخاطرة المحفظة

إن الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع Diversification، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة. ويتمثل مغزى تنويع المحفظة في مزج الأصول غير المرتبطة العوائد إيجابياً بشكل تام. ولتخفيض المخاطرة بالتنويع يجب الاستثمار في مختلف أنواع الأصول. وكمثال على تنويع المحفظة، نذكر الصناديق التبادلية Mutual Fund. فالصندوق التبادلي، أو صندوق التحوط، يتألف من مزيج من الأصول المدارة احترافياً والهادفة لتخفيض المخاطرة بالتنويع. ويستطيع المستثمر في هذه الصناديق امتلاك العديد من الأوراق المالية بحد أدنى من رأس المال المستثمر. وعلى اعتبار أن الصناديق مدارة بحرفية، فهي ترتبط بمخاطرة أقل. ولتخفيض المخاطرة، يجب أن ترتبط الأوراق المالية سلبياً أو لا يكون بينها ارتباط.

إذاً، قد تكون درجة مخاطرة المحفظة أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تكوّن هذه المحفظة وذلك بسبب التنويع. والتنويع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة. والتنويع يخفض من درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمى "بأثر المحفظة" Portfolio Effect.

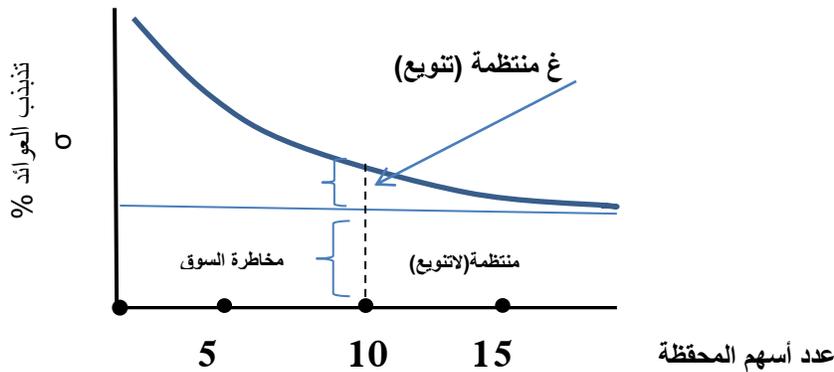
11-1-2 التنوع بناء على جهة الإصدار

يقصد بذلك **عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية** تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على أوراق مالية عدة تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنوع وهما: التنوع الساذج وأسلوب ماركوفيتز في التنوع.

(1) التنوع البسيط أو الساذج Naïve Diversification

يقصد بالتنوع الساذج، زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي، حيث إنه كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة. ويقوم التنوع البسيط على فكرة أن المحفظة التي تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة، هي أكثر تنوعاً من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين تصدرهما مؤسستان مختلفتان. والمحفظة التي تشتمل على أربع ورقات مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة، هي أكثر تنوعاً من محفظة تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات وهكذا... وبالتالي التنوع يستطيع المستثمر أن يتجنب نسبة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة، وتخفض المخاطر الكلية لعائد المحفظة كلما زادت مكونات المحفظة. ويوصي التنوع الساذج بأن يكون عدد الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة محدوداً. وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنوع إلى أن احتواء المحفظة الاستثمارية على نحو 15 ورقة مالية كحد أقصى، يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة. ويمكن توضيح ذلك بالشكل أدناه رقم (11-1-2-1)، حيث تم تمثيل نوعين من المخاطر وهما:

الشكل رقم (11-1-2-1). أثر التنوع في تخفيض المخاطرة



- المخاطر المنظمة : ويتم تمثيلها على شكل خط مستقيم، مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين محفظة استثمارية مهما يكن عدد الأوراق المالية فيها.
- المخاطر غير المنظمة : وهي تتناقص تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى 15 ورقة مالية، حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة غير ذات جدوى في تخفيض هذه المخاطر.
- إن الإيجابيات المترتبة على إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضاً عدد من السلبيات، المترتبة على المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:
- 1) صعوبة إدارة المحفظة: إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستثمر لأوضاع الأسهم، وذلك بهدف شراء أسهم وإضافتها إلى المحفظة، أو بيع أسهم أخرى. وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة لها.
 - 2) ارتفاع تكاليف المعاملات: إن شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة؛
 - 3) اتخاذ قرارات غير سليمة: حيث إن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة، تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

المبحث الثاني

تنوع ماركويفتيز

Markowitz Diversification

الأهداف التعليمية:

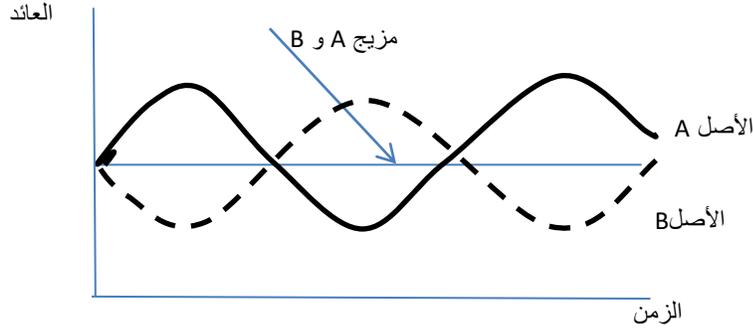
1. أثر التنوع في مخاطرة المحفظة.
2. التنوع بناء على جهة الإصدار.
3. التنوع البسيط وعدد أوراق المحفظة.

11-2-1 تنوع ماركويفتيز Markowitz Diversification

يقوم تنوع ماركويفتيز، بالمقارنة مع التنوع الساذج، على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار. ومعامل الارتباط هو مقياس إحصائي، يعبر عن العلاقة بين العوائد على ورقتين مالييتين، من حيث اتجاه حركة هذه العوائد. وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين $(+1)$ أي ارتباط موجب تام و (-1) ارتباط سالب تام، وإذا كان (0) عدم وجود ارتباط.

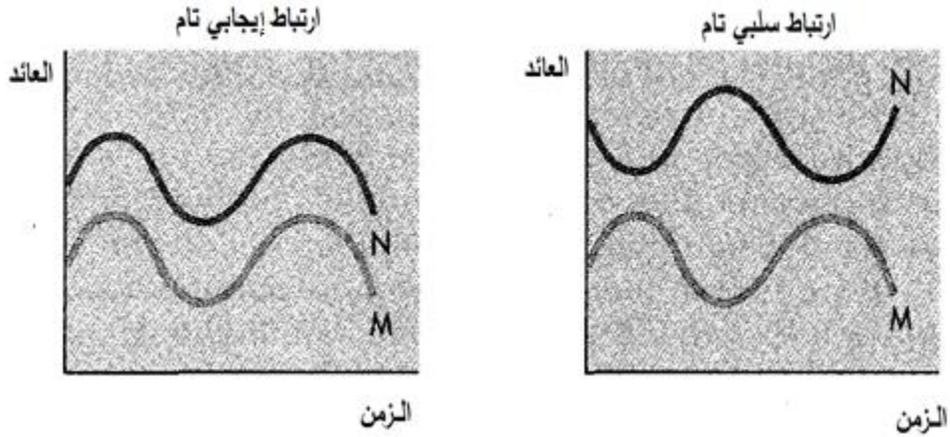
إن بناء محفظة استثمارية من سهمين (A) و (B) إذا كان معامل الارتباط بين عوائدهما مساوياً $+1$ ، لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، مما يعني أن مخاطرة المحفظة في هذه الحالة تكون متوسطاً مرجحاً لمخاطرة السهمين معاً. وإذا قام المستثمر بإضافة أوراق مالية جديدة فإن مخاطرة المحفظة، تبقى متوسطاً مرجحاً لمخاطرة الأسهم المكونة لها. أما عندما يكون معامل الارتباط مساوياً للصفر، فإن بناء محفظة من السهمين معاً يؤدي إلى تخفيض المخاطرة بشكل تدريجي، ولكنه لا يؤدي إلى التخلص من مخاطرة المحفظة بشكل نهائي. وعندما يكون معامل الارتباط $= -1$ ، فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى التخلص من مخاطرة المحفظة بشكل نهائي، وهذه هي القاعدة الرئيسية التي يركز عليها مبدأ التحوط Hedging. والملاحظ، أنه فقط في حالة الارتباط السلبي التام يمكننا تخفيض المخاطرة إلى الصفر. وتحسن القدرة على تخفيض المخاطرة حالما يصبح الارتباط أقل إيجابية وأكثر سلبية. يجب أن لا ننسى أن كمية التخفيض في المخاطرة التي يمكن تحقيقها تتوقف على نسبة المزج بين الأصول.

الشكل رقم (1-1-2-11). الارتباط وتخفيض المخاطرة



إذاً، ومما سبق نستطيع القول إن تنويع ماركوفيتز يقوم على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات. وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المضمنة في المحفظة، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها أو توجد بينها علاقة عكسية.

الشكل رقم (2-1-2-11). الارتباط السلبي والإيجابي التام



ولقد بيّن ماركوفيتز، أن التغير Covariance هو عنصر مهم في قياس مخاطر المحفظة، حيث إنه يعكس العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة. فالتغير إذاً يقيس مدى التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمارات، ويحسب التغير لأداتين استثماريتين على الشكل التالي:

$$cov_{ij} = \rho_{ij}\sigma_i\sigma_j$$

أي إن التغير لأداتين استثماريتين = الانحراف المعياري للأداة الأولى × الانحراف المعياري للأداة الثانية × معامل ارتباطهما.

$$\rho_{ij} = \frac{cov_{ij}}{\sigma_i\sigma_j} \quad \text{ومعامل الارتباط:}$$

ويمكن حساب عدد معاملات الارتباط التي نحتاجها لتقييم عدد n من الأوراق المالية في المحفظة، كالتالي: $(n^2 - n)/2$

وكما يبدو من الصيغة أن معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة هو المتغير الرئيسي في مكونات التغير الذي يمكن منه الوقوف على درجة الارتباط بين عوائد الاستثمارات المكونة لتلك المحفظة. وحيث إن معامل الارتباط تتراوح قيمته ما بين $(+1$ و $-1)$ ، وأن المخاطر تقاس بدرجة تقلب العائد، فإنه يمكن القول بأن معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة هو محدد أساسي لحجم واتجاه مخاطر تلك المحفظة. فإذا كانت العلاقة بين عوائد استثماريين يكونان محفظة ما هي علاقة طردية، أي إذا كان معامل الارتباط بين عوائد استثماريين مساوياً الواحد فإن ارتفاع عائد أحدهما يعني ارتفاع عائد الآخر والعكس صحيح. هذا يعني أن أيّاً من الاستثمارين لا يهيم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة، أما عندما يكون الارتباط -1 فإنه عندما يتحرك عائد أحد الاستثمارين في اتجاه معين يتحرك عائد الاستثمار الثاني في اتجاه معاكس. هذه الحركة العكسية من شأنها تحقيق الاستقرار المنشود.

مخاطرة المحفظة بأصلين

لحساب تباين المحفظة المكونة من أصلين، يمكننا اعتماد الصيغة الآتية:

$$\sigma_{Kp}^2 = w_1^2\sigma_1^2 + 2w_1w_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2 + w_2^2\sigma_2^2$$

ولقياس مخاطرة المحفظة، نأخذ جذر التباين كالتالي:

$$\sigma_{Kp} = \sqrt{w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2}$$

المحفظة بأكثر من أصلين

تباين المحفظة:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}$$

الانحراف المعياري للمحفظة:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}}$$

حيث: w_1 و w_2 تمثل أوزان الأصول 1 و 2 المكونة للمحفظة.

σ_1 و σ_2 هي الانحراف المعياري للأصول المكونة 1 و 2.

$r_{1,2}$ تمثل معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة 1 و 2.

نستج مما سبق أن:

- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة لها موجباً تماماً.
- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تكون في أدنى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة لها سالباً تماماً.
- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تقع بين الحد الأعلى والحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساوياً للصفر.

11-2-2 تأثير الأوزان النسبية للأوراق المالية

قد يؤدي تغيير الأوزان النسبية للأوراق المالية داخل المحفظة إلى نتائج مغايرة، بمعنى أن مثل هذا التغيير للأوزان النسبية للأوراق المالية، قد يؤدي إلى الحد من الآثار الإيجابية للتنوع القائم على أساس معامل الارتباط والمتمثلة في انخفاض المخاطرة. من هنا، لا بد من أخذ موضوع الأوزان مع درجة الارتباط بالاعتبار للوصول إلى التنوع المطلوب.

المبحث الثالث

عائد ومخاطرة المحفظة

الأهداف التعليمية:

1. عائد المحفظة.
2. مخاطرة المحفظة.
3. تنويع المحفظة.

11-3-1 عائد المحفظة

العائد المتوقع من المحفظة هو ببساطة، متوسط العائد المرجح لأصولها، والوزن هو نسبة كل أصل إلى إجمالي المستثمر في المحفظة.

$$r_p = w_1r_1 + w_2r_2 + \dots + w_nr_n = \sum_{i=1}^n w_jr_j$$

مثال.

تتكون محفظة من أصلين A و B. ويشكل الأصل (A) 3/1 المحفظة وعائده المتوقع 18%، ويشكل الأصل (B) 3/2 من المحفظة، ويتوقع أن يحقق عائداً قدره 9%. إذاً فالعائد المتوقع للمحفظة هو الآتي:

الأصل	العائد r_j	الوزن w_j	w_jr_j
A	18%	1/3	18%×1/3=6%
B	9%	2/3	9%×2/3=6%
			$r_p=12%$

11-3-2 مخاطرة المحفظة

إن مخاطرة المحفظة، ليست فقط المتوسط المرجح لمجموع الأخطاء المعيارية للأصول المشكلة للمحفظة، لأن مخاطرة المحفظة تتوقف أيضاً على معامل الارتباط بين أصولها. إن معامل الارتباط (ρ) هو مقياس لدرجة تحرك متغيرين معاً، وله قيمة تتراوح بين (-1 و +1). وإذا رغبتنا بقياس مخاطرة محفظة بأصلين A و B مثلاً لدينا الصيغة الآتية:

$$\sigma_p = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2\rho_{AB} W_A W_B \sigma_A \sigma_B} \quad (*)$$

إذاً فمعامل الارتباط هو مقياس للحركة المشتركة بين متغيرين.

11-3-3 تنوع المحفظة

كما هو ملاحظ من الصيغة السابقة (*) ، فإن مخاطرة المحفظة، مقاسة ب (σ) هي ليست المتوسط المرجح لمخاطر الأصول المشكلة لها كلاً على حدة، إذ لدينا في الصيغة عامل ثالث هو ρ وتشير الصيغة إلى أنه يمكن تخفيض أو إزالة المخاطرة كلياً عبر التنوع، ودرجة تخفيض المخاطرة تتوقف على درجة الارتباط بين الأصول الداخلة في تركيب المحفظة. وبكلام أعم، فإنه عبر مزج أصلين مرتبطين سلبياً بشكل تام $\rho = -1$ سيكون بمقدورنا تخفيض المخاطرة كلياً. وفي الواقع الفعلي، فإن أغلب الأصول مرتبطة سلبياً ولكن بشكل غير تام.

مثال رقم (11-3-3-1).

مثال. على افتراض أنه لدينا المعطيات التالية:

الأصل	σ	W
A	20%	1/3
B	10%	2/3

- ما مخاطرة المحفظة المكونة من A و B؟

مخاطرة المحفظة:

$$\sigma_p = \sqrt{1/3^2 \times 0.2^2 + 2/3^2 \times 0.1^2 + 2\rho_{AB} 1/3 \times 2/3 \times 0.2 \times 0.1}$$

$$\sigma_p = \left[\left(\frac{1}{3}\right)^2 \times (0.2)^2 + \left(\frac{2}{3}\right)^2 \times (0.1)^2 + 2\rho_{AB} \left(\frac{1}{3}\right)\left(\frac{2}{3}\right)(0.2)(0.1) \right]^{1/2} \quad \text{أو:}$$

$$\sigma_p = 0.0089 + 0.0089\rho_{AB}$$

- لنفرض الآن أن معامل الارتباط بين A و B هو +1 فهذا يعني أنه عندما تزداد قيمة A بسبب

ظروف السوق فإن قيمة B تزداد وبالمعدل نفسه وتصبح مخاطرة المحفظة:

$$\sigma_p = 0.0089 + 0.0089(+1) = 0.1334$$

- في حال كان معامل الارتباط بين A و B يساوي الصفر (لاارتباط) تكون مخاطرة المحفظة:

$$\sigma_p = 0.0089 + 0.0089(0) = 0.0089$$

- في حال كان معامل الارتباط بين A و B يساوي (-1) تكون مخاطرة المحفظة:

$$\sigma_p = 0.0089 + 0.0089(-1) = 0.0089 - 0.0089 = 0$$

مثال رقم (11-3-2).

لنفرض أنه لدينا المعطيات التالية:

السنة	الورقة (X) %	الورقة (Y) %	الورقة (Z) %
20×1	10	50	10
20×2	20	40	20
20×3	30	30	30
20×4	40	20	40
20×5	50	10	50
r_j	30	30	30
σ_p	14.14	14.14	14.14

الملاحظ أن X,Y مرتبطة سلبياً و X,Z مرتبطة ايجابياً. ماذا يحصل عند المزج؟

السنة	المحفظة (XY)	المحفظة (XZ)
%50-50%	%50-50%	%50-50%
20×1	30	10
20×2	30	20
20×3	30	30
20×4	30	40
20×5	30	50
r_p	30	30
σ_p	0	14.14